

3. 金融政策決定会合議事要旨 (令和6年4月25、26日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2024年4月25日(14:00～16:10)
4月26日(9:00～12:15)

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) (注)
	内田眞一	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

(注) 氷見野副総裁は、電話会議により出席。

4. 政府からの出席者：

財務省	坂本 基	大臣官房総括審議官 (25日)
	赤澤亮正	財務副大臣 (26日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官 (25日)
	茂呂賢吾	大臣官房審議官(経済財政運営担当) (26日 9:00～10:56)
	新藤義孝	経済財政政策担当大臣 (26日 10:57～12:15)

(執行部からの報告者)

理事	清水季子
理事	貝塚正彰
理事	高口博英
理事	清水誠一
企画局長	正木一博
企画局審議役	飯島浩太 (25日 14:50～16:10)
企画局政策企画課長	長野哲平
金融機構局長	中村康治
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	大谷 聡
調査統計局経済調査課長	永幡 崇
国際局長	神山一成

(事務局)

政策委員会室長	播本慶子
政策委員会室企画役	木下尊生
政策委員会室企画役補佐	安藤正広
企画局企画調整課長	土川 顕 (25日 14:50～16:10)
企画局企画役	丸尾優士
企画局企画役	北原 潤
企画局企画役	倉知善行

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

金融市場調節は、前回会合（3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、+0.074～+0.077%のレンジで推移した。

この間、長期国債およびC P・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、運営した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、低位で推移している。翌日物金利についてみると、マイナス金利解除を受けて、無担保コールレートは概ね0.07%台後半、G Cレポレートもプラス転化し、0.1%を下回る水準で推移している。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、期間を通じてみれば、概ね横ばいとなった。

わが国の株価（T O P I X）は、米国株価の下落や中東情勢の緊迫化を受けて、幾分下落した。長期金利（10年物国債金利）は、3月末にかけて幾分低下したのち、4月入り後は米金利の上昇につれて上昇し、期間を通じてみれば、小幅に上昇した。国債市場の流動性指標をみると、現物国債のディーラー間の取引高は、振れを伴いつつも増加しているほか、長期国債先物にかかる板の厚さ、価格インパクトや値幅・出来高比率、現物国債（新発債）のビッド・アスク・スプレッドも、改善方向の動きが続いている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差が拡大するもとで、円安方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、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、回復ペースが鈍化している。米国経済は、F R Bによる利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移している。欧州経済は、E C Bによる利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減速が続いている。中国経済は、不動産市場の調整の影響などから、緩やかな減速傾向が続いているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、総じてみれば緩やかに改善している。

（注）「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。」

先行きの海外経済は、回復ペースが鈍化した状態から徐々に脱し、緩やかに成長していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性がきわめて高い。

海外の金融市場をみると、米国では、長期金利は、経済・物価指標の市場予想比上振れを受けて、F R Bの利下げ織り込みが後退し、大幅に上昇した。株価は、堅調な経済指標が好感された一方、米金利の上昇や中東情勢の緊迫化、一部ハイテク関連銘柄の決算が嫌気され、小幅に下落した。欧州では、長期金利は小幅に上昇、株価は概ね横ばいとなった。この間、新興国通貨はドルが強含む中で、下落した。原油価格は、中東における地政学的緊張の高まりによる変動を伴いつつ、期間を通じてみれば、小幅に上昇した。

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、海外経済が緩やかに成長していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

輸出は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、海外経済が緩やかに成長していくにつれて、グローバルなI T関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくと見込まれる。

鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少している。先行きの鉱工業生産は、グローバルなI T関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくと見込まれる。

企業収益は、改善している。業況感は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、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、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、1～2月は、暖冬の影響に加え、一部メーカーの出荷停止の影響から、小幅に減少した。

もっとも、こうした一時的な下押し要因を除いてみれば、物価上昇の影響を受けるもとでも、サービス消費を中心に底堅く推移している。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づくと、3月の個人消費は、天候要因もあって、春物衣料や外出関連の支出に弱さがみられたとの声が多い。もっとも、4月入り後は、持ち直しの動きも指摘されている。物価上昇を受けた消費者の強い節約志向を指摘する声は引き続き聞かれるものの、個人消費は底堅く推移しているとみられる。消費者マインドは、このところ改善が続いている。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、政府による経済対策の効果もあって、緩やかに増加していくと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加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。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。非正規雇用も、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復や昨年の春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加している。本年の春季労使交渉について、これまで明らかになった経営側からの回答をみると、定昇を含む賃上げ率は5%超、ベースアップ率は3%台半ばと、昨年を大きく上回っている。ヒアリング情報等を踏まえると、中小企業についても、ばらつきは大きいものの、人手不足感が強まるもとで、大企業で大幅な賃上げが行われることも受けて、前年を上回る賃上げを行う動きが広がっていくとみられる。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、エネルギー価格の影響を受けつつも、徐々にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば上昇している。国内企業物価の3か月前比は、昨年末以降の原油価格上昇の影響などから、足もとでは小幅のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは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（除く生鮮食品）についてみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、このところのエネルギー価格の上昇や政府による経済対策の反動が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられることから、今年度に2%台後半となったあと、その後は

概ね2%程度で推移すると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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) 金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

企業の資金調達コストは、足もとでは上昇しているが、なお低水準で推移している。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、3%台半ばとなっている。CP・社債計の発行残高の前年比は、1%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、増加している。

この間、マネタリーベースの前年比は、1%台半ばとなっている。マネーストックの前年比は、2%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、貸出金利息や手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。この間、信用コストは、総じてみれば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、貸出残高の増勢が続くもとで、堅調に推移している。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、経済活動の回復に伴い、民間債務と経済活動水準とのリバランスが進んでいることから、プラス幅が縮小している。これまでのところ、株価が上昇し、不動産市場の一部に割高感が窺われるものの、全体としては金融活動に過熱感は見られない。ただし、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、引き続き注視する必要がある。

Ⅱ.「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の一部改正

1. 執行部からの説明

被災地金融機関を支援するための資金供給オペに関して、その対象災害のひとつである平成 28 年熊本地震については、オペの利用状況や公的支援の継続状況に鑑み、被災地金融機関の復旧・復興に向けた取り組みを支援するとの所期の目的を達成したと判断される。このため、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の一部改正を行い、平成 28 年熊本地震を対象災害から解除することが適当と考えられる。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記案件について全員一致で決定された。本件については、会合終了後、対外公表することとされた。

Ⅲ. 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が引き続き意識される中、F R B の金融引き締め局面長期化への警戒感が改めて高まっているとの認識で一致した。何人かの委員は、その影響は、このところの為替市場の動きにも表れていると指摘した。

海外経済について、委員は、回復ペースが鈍化しているとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、F R B による利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に底堅く推移しているとの認識で一致した。そのうえで、何人かの委員は、米国の経済指標は、個人消費を中心に想定以上に底堅いと指摘した。このうちの一人の委員は、米国を中心に海外経済全体として、見通しが上方修正される動きがみられていると指摘したうえで、予想を超える米国景気の底堅さには、企業・家計のバランスシートが健全であることも寄与しているとの見解を示した。複数の委員は、景気の底堅さから物価上昇率が高止まりしており、このことが F R B の金融引き締め長期化観測につながっていると付け加えた。一人の委員は、米国で金融引き締めの影響が顕在化していないのは、移民の大量流入という供給要因が寄与した面があり、今後の労

働市場の動きに注目する必要があるとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、E C Bによる利上げ等の影響が続くもとで、緩やかな減速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、不動産市場の調整の影響などから、緩やかな減速傾向が続いているものの、個人消費など一部には持ち直しの動きがみられるとの見方を共有した。何人かの委員は、政策対応の強化もあって景気の減速傾向には歯止めがかかっているものの、依然として、安定した成長経路に復していくかについては不透明感が強いと指摘した。このうちの一人の委員は、少子高齢化などを背景とした内需不足と供給過剰という構造的な問題は改善しておらず、不動産市場の調整も続いていると述べた。別の一人の委員は、デフレに入りかけている可能性もあるとの見解を示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、輸出に持ち直しの動きがみられており、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。また、委員は、企業の資金調達コストは足もとでは上昇しているが、なお低水準で推移しているとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・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。

輸出について、委員は、海外経済の回復ペース鈍化の影響を受けつつも、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。

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となっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって減少しているとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善し、業況感が良好な水準を維持するもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。一人の委員は、供給制約等を受けた設備投資先送りによって企業が商機を逸し、生産性を改善できないことで賃上げ原資の確保が未達となるおそれがあるため、設備投資の動向に注目していると述べた。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の減少などがみられるものの、底堅く推移しているとの認識で一致した。ある委員は、こうした一時的な要因

もあって足もとの指標は弱い、日用品の節約志向と趣味・嗜好品や非日常的なイベント・サービスへの消費のメリハリがみられる中、全体として底堅さが窺われると付け加えた。複数の委員は、家計のマインド指標は改善傾向をたどっていると述べた。

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。

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、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台半ばとなっているとの認識で一致した。複数の委員は、輸入物価の動きを受けて企業物価が再び上昇率を幾分高めており、その動きは徐々に中間財から最終財に波及しつつあると指摘した。一人の委員は、消費者物価をみるとサービスの価格が高めの伸びを続けているほか、企業向けサービス価格指数をみても、人件費の価格転嫁によるとみられる伸び率の加速が窺われると述べた。

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。一人の委員は、企業・家計・エコノミストいずれの予想物価上昇率も緩やかな上昇傾向にあるほか、物価連動国債から算出されるB E Iも1.5%を超えていると指摘した。

2. 経済・物価情勢の展望

2024年4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、わが国経済について、海外経済が緩やかに成長していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける、との認識を共有した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済が緩やかに成長していくにつれて、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくとの見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けるとの見方を共有した。

鉱工業生産について、委員は、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境が下支えとなる中、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を含め、増加傾向を続けるとの見方で一致した。ある委員は、内閣府の調査では企業の期待成長率は徐々に上昇しており、短観の設備投資計画も高水準となっていると指摘した。また、この委員は、株価や地価の上昇により、企業の実質自己資本が拡大していることや担保価値が改善していることも、設備投資の拡大につながることを期待されると述べた。一人の委員は、わが国の労働供給の制約が緩和されるとは考えにくく、企業は、人材確保のための持続的な賃上げを可能とするため、労働生産性向上を企図した設備投資を積極化していくことが見込まれると述べた。別の一人の委員は、生産や研究開発などコア業務分野においても、同業競合他社と協働する動きが広がっており、こうした取り組みが人手不足、物価高、金利上昇等に対応することを通じて、わが国企業の新たな変革期となることを期待しているとの見解を示した。

個人消費について、委員は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、賃金上昇率の高まりやマインドの改善などを背景に、政府による経済対策の効果もあって、緩やかに増加していくとの見方で一致した。また、その後についても、雇用者所得の改善が続くもとで、個人消費は緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、このところの個人消費の弱さには、減衰しているとはいえ、物価上昇による実質所得の押し下げが影響していると指摘した。そのうえで、何人かの委員は、今後、春季労使交渉の結果が賃金に反映されていくにつれて、所得税・住民税減税の効果もあって、家計の所得は改善し、個人消費は緩やかに増加していくとの見方を示した。この点に関連し、ある委員は、原油価格上昇や円安の進展等を背景に、輸入価格が再び上昇に転じる中、本年夏場以降に賃金上昇の影響が表れるまでは、個人消費は足踏みが続く可能性が高いと付け加えた。この間、一人の委員は、家計の貯蓄率がゼロ%近傍まで落ち込んでいることや、高齢化が進むもとで賃上げの恩恵を受ける勤労者世帯が減っていることを踏まえると、賃上げが実現しても、可処分所得がさほど伸びず、個人消費が持続的に増加していかないことが懸念されると述べた。

雇用者所得について、委員は、雇用は増加を続けるが、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできた中で、追加的な労働供給が見込みにくくなってくるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくとの見方を共有した。もっとも、このことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用し、そのもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映する形で基調的に高まっていくとみられることから、雇用者所得は増加を続けるとの見方を共有した。複数の委

員は、支店長会議での報告等を踏まえると、人手不足感が強まるもとで、中小企業でも、前年を上回る賃上げに踏み切る動きが広がっていく可能性が高いと述べた。また、何人かの委員は、春季労使交渉における中小企業のベースアップの集計結果が、発表回を重ねるごとに上方修正されている点を指摘した。そのうえで、これらの委員は、大企業の賃上げ率が高水準となるもとで、これがいわゆる世間相場となり、中小企業の賃金決定に影響してきているとの見方を示した。この点に関連し、ある委員は、世間相場が意識されていることは、物価の上昇分を賃金に上乘せする目安ができたという点で画期的な変化であり、賃金や物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行の転換に向けて、定着していくことを期待すると述べた。一方、一人の委員は、収益力や給与水準の二極化が進むもと、中小企業では人材係留目的の賃上げが多くなっており、大企業のように構造改革の成果として賃金を引き上げる動きはまだ弱いとの認識を示した。そのうえで、この委員は、持続的な賃金上昇の実現には、価格転嫁等で収益体質を向上した中堅・中小企業が設備投資や事業構造強化により着実に成長力を高め、また新市場を創出するスタートアップがユニコーンへ成長するといった企業のダイナミズムが必要であるとの見解を示した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、1月の展望レポート時点と比べると、①2023年度は一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響もあって、個人消費を中心に下振れ、②2024年度も前年度後半の下振れが大きかった影響もあって幾分下振れているが、③2025年度は概ね不変であり、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。

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。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、今年度に2%台後半となったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移するとの見方で一致した。また、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、2025年度にかけては、このところの原油価格上昇の影響や政府による経済対策の反動が前年比を押し上げる方向に作用するとの認識を共有した。ある委員は、海外における高めの物価上昇の継続による輸入物価上昇に加え、国内のタイトな労働需給、企業の価格設定行動の変化が継続することなどから、先行きも、消費者物価の前年比は、概ね2%の水準を維持すると述べた。

この間、消費者物価の基調的な上昇率について、委員は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり

中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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見方を共有した。複数の委員は、基調的な物価上昇率が高まり、2%の「物価安定の目標」が実現していく確度は、引き続き高まっていると指摘した。このうちの一人の委員は、物価上昇が継続するとの認識が社会で広く共有されてきていると述べた。別の一人の委員は、3月短観や企業のヒアリング情報は企業の賃金・価格設定行動の積極化傾向が続いていることを示しており、政府による強力なサポートもあり、人件費上昇の価格転嫁も進みつつあるとの見解を示した。

委員は、こうした中心的な物価の見通しを、1月の展望レポート時点と比べると、2024年度は、このところの原油価格上昇の影響などから上振れているが、2025年度は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、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高いとの認識で一致した。また、そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、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・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、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。この間、ある委員は、需給ギャップはゼロ近傍である一方、短観の設備と雇用人員の不足感の加重平均D Iは歴史的にみても不足超幅が大きくなっていると指摘した。そのうえで、需給ギャップを過小推計したり、潜在成長率を過大推計したりしていることがないか確認していくことが、成長が安定的に続くか判断するうえで重要であると述べた。

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、②今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及には注意が必要であるとの認識で一致した。企業の賃金・価格設定行動について、何人かの委員は、従来見込んでいた以上に積極化する可能性があるとの見解を示した。複数の委員は、企業収益は高水準にあり、企業が賃上げによるコスト上昇を吸収する余地はあるが、来年度の賃上げも見越して、想定以上に値上げを進める可能性もあると述べた。こ

のうちの一人の委員は、実際に企業間取引を中心に人件費を理由とした値上げが増加してきており、その広がりを確認していく必要があると付け加えた。別の一人の委員は、物価上昇が続くもとで、企業経営者の予想物価上昇率が適格的にしっかりと高まっていくとすれば、物価の上振れリスクとなり得ると述べた。

委員は、このところの為替円安等が物価に及ぼすリスクについても議論した。ある委員は、円安と原油価格上昇は、コストプッシュ要因の減衰という前提を弱めていると指摘した。そのうえで、この委員は、企業の賃金・価格設定行動の変化も踏まえると、円安・原油高が物価、さらには賃金に波及するタイムラグが短くなっている可能性がある」と述べた。この点に関連し、一人の委員は、企業の行動変化を受けて円安のパススルーの度合いは高まっているとみられ、その物価や賃金への影響が一時的なものにとどまらない可能性もあると指摘した。別の一人の委員は、円安と原油価格上昇は、輸入物価を通じて企業物価へ波及しつつあり、賃上げに伴うサービス価格の高まりに加えて、現在伸び率が低下している財価格が底打ちして反転する可能性にも注意を払う必要があるとの見方を示した。さらに別の一人の委員は、円安は、短期的にはコストプッシュ型の物価上昇を招くことで経済を下押しするが、インバウンド需要の増加や製造業における生産拠点の国内回帰などを通じ、中長期的には生産や所得への拡張効果もあるため、基調的な物価上昇率の上振れにつながり得ると指摘した。一人の委員は、輸入物価上昇や予想物価上昇率の上昇に伴う物価上昇率上振れのリスクもあるため、今後、2022年以降に続く第2ラウンドの価格転嫁が生じることがないか、予断なく見極める必要があるとの見解を示した。これらの議論を踏まえ、委員は、最近の円安の動きが、基調的な物価上昇率にどのような影響を及ぼすのか、注視していく必要があるとの認識を共有した。

リスクバランスについて、委員は、経済の見通しについては、2024年度以降、概ね上下にバランスしているとの見方を共有した。また、物価の見通しについては、2024年度は上振れリスクの方が大きいが、その後は概ね上下にバランスしているとの見方で一致した。

IV. 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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％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で一致した。また、長期国債およびC P 等・社債等の買入れについて、委員は、2024 年 3 月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施することが適当であるとの認識を共有した。

何人かの委員は、前回会合で決定した金融政策の枠組みの見直しは、市場に混乱なく受け入れられているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、最近の消費者物価等をみても、前回会合時点で金融政策の枠組みの見直しの条件が既に満たされていたことを裏付ける内容となっていると指摘した。別の一人の委員は、昨年後半以降の日本銀行の情報発信によって先行きの金融政策運営に関する予見可能性が高まり、市場の安定に寄与したとの見解を示した。

委員は、先行きの金融政策運営について議論を行った。まず、委員は、先行きの金融政策運営は、今後の経済・物価・金融情勢次第であるとの見解で一致した。具体的には、何人かの委員は、2 %の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するという観点からは、基調的な物価上昇率の動向が重要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、夏場にかけて前向きな企業行動が設備投資等から確認できるか、賃上げを受けて個人消費が改善していくかがポイントとなると指摘した。一人の委員は、賃金・物価スパイラルの想定以上の進展、円安の進行、積極的な財政政策、人手不足を主因とする供給力不足、資源価格の上昇など、様々な物価の上振れリスクがあるとの見解を示した。また、何人かの委員は、金融政策は為替相場を直接コントロールの対象としていないが、為替は経済・物価に影響を及ぼす重要な要因の一つであり、経済・物価見通しやそれを巡るリスクが変化すれば、金融政策上の対応が必要になると指摘した。このうちの一人の委員は、国際金融のトリレンマなどを踏まえると金融政策を為替の安定に割り当てるべきではないが、為替の変動が、企業の中長期の予想インフレ率や企業行動に影響を及ぼす場合には、物価に影響を及ぼすリスクが高まるので、金融政策での対応が必要となると述べた。

そのうえで、委員は、①先行き、見通しに沿って基調的な物価上昇率が高まっていけば、金融緩和度合いを調整していくことになるほか、②経済・物価見通しやそれを巡るリスクが変化すれば、金利を動かす理由となるとの認識を共有した。この点に関連し、多くの委員は、基調的な物価上昇率の高まりに応じて緩和度合いは調整していくことになるが、経済・物価の見通しを踏まえると、当面、緩和的な金融環境は継続することになると指摘した。ある委員は、政策金利の引き上げについて、そのタイミングや幅に関する議論を深めることが必要で

あるとの認識を示した。一人の委員は、緩和度合いの調整ペースは経済・物価見通しの確度に応じて変化するが、先行きの急激な政策変更を避けるために、確度が十分に高くなる前から、経済・物価・金融情勢に応じて、緩やかな利上げにより緩和度合いを調整することも考えられると述べた。別の一人の委員は、経済にストレスを与えないように緩和度合いを調整するには、今後、見通しの確度の高まりに合わせて、適時適切に、政策金利を引き上げていくことが必要であると指摘した。ある委員は、現在の経済・物価見通しが実現するのであれば、約2年後に「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現し、需給ギャップもプラスとなるので、金利のパスは、市場で織り込まれているよりも高いものになる可能性があるとの見解を示した。一人の委員は、基調的な物価上昇率が2%を下回る現状では、緩和的な金融環境を今後も相応に長く維持する必要があると考えているが、円安を背景に基調的な物価上昇率の上振れが続く場合には、正常化のペースが速まる可能性は十分にあると指摘した。この間、ある委員は、家計の購買力はまだ弱く、当面は緩和的な金融環境の継続が妥当との見方を示した。

以上の議論を踏まえ、委員は、こうした日本銀行の金融政策運営の考え方について、「展望レポート」でしっかりと示していく必要があるとの見解で一致した。これを受けて、議長は、執行部に対して、先行きの金融政策運営について、どのような記述が考えられるか、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、先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い、②「展望レポート」の経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている、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。ある委員は、対外的に説明していく際には、基調的な物価上昇率は、単一の指標等で捉えられるものではなく、あくまで概念であることを強調する必要があると指摘した。

委員は、資産買入れの先行きや保有する資産の取扱いについて議論した。長期国債の買入れについて、何人かの委員は、どこかで削減の方向性を示すのが良いとの認識を示したうえで、現在は、政策枠組み見直し後の市場の状況をみているところであると述べた。ある委員は、

国債保有量・準備預金残高の適正化という観点から、日本銀行のバランスシートの圧縮を進めていく必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、段階的にイールドカーブ・コントロールを柔軟化したことが円滑な出口につながったことも踏まえれば、国債買入れの減額も、市場動向や国債需給をみながら、機を捉えて進めていくことが大切であるとの見解を示した。別の一人の委員は、国債の需給バランスを踏まえると、先行き、市場機能回復を志向し買入れを減額することが考えられるとしたうえで、市場の予見可能性を高める観点から、減額の方方向性を示していくことが重要と述べた。この間、何人かの委員は、現在の買入れ方針のもとでも、国債需給等に応じた日々の調整は、金融市場局において、丁寧に行うことになるとの見解を示した。

保有するETFおよびJ-REITの取扱いについて、委員は、時間をかけて検討していく必要があるとの認識を共有した。そのうえで、一人の委員は、市場動向を踏まえると、その取扱いについて具体的な議論ができる環境になりつつあるとの見解を示した。別の一人の委員は、保有ETFの取扱いを検討するにあたっては、その処分方法が株式市場の機能に与える影響や市場に及ぼすインパクトの大きさ等を考慮する必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、簡単な解決策はないが、仮に長い時間がかかっても方向としては残高をゼロにしていくべきであるとの認識を示した。

V. 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。

- 日本経済はこのところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している。先行きも緩やかな回復が続くと見込むが、世界経済の不確実性や円安による家計購買力への影響には注意が必要である。
- 賃上げ支援に加え、定額減税により消費を下支えするとともに、潜在成長率の引き上げに取り組む。
- 日本銀行には、政府と緊密に連携し、十分な意思疎通を図りながら、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行うことを期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 設備投資は過去最大規模となり、賃金引き上げの流れも大企業以外にも広がっていることがうかがえる一方、人件費を価格転嫁できていない中堅・中小企業も多く、消費は力強さを欠いている。

- 政府としては、いまだ道半ばであるデフレ脱却に向けて、あらゆる政策を総動員し、賃上げを強く後押ししていく。
- 日本銀行には、政府との密接な連携のもと、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。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の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、0～0.1%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、安達委員、中村委員、
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

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。

VII. 「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、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。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。また、背景説明を含む全文は、4月30日に公表する

こととされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2024 年 3 月 18、19 日開催分）が全員一致で承認され、5 月 2 日に公表することとされた。

以 上

2 0 2 4 年 4 月 2 6 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（全員一致）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するよう促す。

なお、長期国債およびCP等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する。

以 上

(6年6月13、14日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2024年6月13日(14:00～15:33)
6月14日(9:00～12:16)

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	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	坂本 基	大臣官房総括審議官(13日)
	赤澤亮正	財務副大臣(14日)
内閣府	井上裕之	内閣府審議官(13日)
	茂呂賢吾	大臣官房審議官(経済財政運営担当)(14日 9:00 ～11:00)
	新藤義孝	経済財政政策担当大臣(14日 11:01～12:16)

(執行部からの報告者)

理事	貝塚正彰
理事	加藤 毅
理事	清水誠一
企画局長	正木一博
企画局政策企画課長	長野哲平
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	中村康治
調査統計局経済調査課長	永幡 崇
国際局長	近田 健

(事務局)

政策委員会室長	播本慶子
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	北原 潤
企画局企画役	倉知善行

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（4月25、26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、0.076～0.078%のレンジで推移した。

この間、長期国債およびC P・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、低位で推移した。翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.07%台後半、G Cレポレートは0～0.1%の範囲で推移した。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（T O P I X）は、米国株価に連れて、上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、先行きの金融政策運営に対する見方などを背景に、上昇した。国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で改善方向の動きが続いている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断D Iは、マイナス幅の縮小が続けている。為替相場をみると、円の対ドル相場および対ユーロ相場は、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、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、F R Bによる既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長している。欧州経済は、下げ止まりつつある。中国経済は、不動産市場の調整の影響は続いているものの、政策面の下支えもあって緩やかに改善している。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、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、緩やかな成長が続くと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、経済指標の市場予想比下振れや物価指標の伸び率鈍化を受けて、低下した。欧州の長期金

（注）「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。」

利は、概ね横ばいとなった。米国の株価は、米金利の低下やハイテク関連銘柄の堅調な決算を受けて、上昇した。欧州の株価も、米国株価に連れて、上昇した。この間、新興国通貨は、横ばい圏内で推移した。原油価格は、OPECプラスによる減産幅の段階的縮小の決定や米国原油在庫の上振れを背景に、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、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きも、当面、同様の動きが続くとみられる。その後は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくと見込まれる。

鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止による下押しが続いている。先行きの鉱工業生産は、当面、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、グローバルなIT関連財の持ち直しなど、内外需要の動向を反映し、増加基調に復していくと見込まれる。

企業収益は、改善している。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、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の下押しが続いているものの、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、1～3月に暖冬や一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響から減少した後、4月の1～3月対比は自動車販売が持ち直すもとで小幅に増加した。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づくと、5月以降の個人消費は、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向を指摘する声は引き続き聞かれるものの、底堅く推移しているとみられる。消費者マインドは、このところ改善が続いてきたものの、足もとでは幾分悪化している。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用

者所得の改善が続くもとで、政府による経済対策の効果もあって、緩やかに増加していくと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。非正規雇用も、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復や昨年の春季労使交渉の結果を反映して、緩やかに増加している。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、エネルギー価格の影響を受けつつも、徐々にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば上昇している。国内企業物価の3か月前比は、原材料費や人件費等の上昇を価格に転嫁する動きがみられることから、足もとでは小幅のプラスとなっている。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伸びを拡大し、足もとでは2%台後半のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台前半となっている。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（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による経済対策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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。

（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、上昇しているが、なお低水準で推移している。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、3%台半ばとなっている。CP・

社債計の発行残高の前年比は、1 %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、増加している。

この間、マネーストックの前年比は、2 %程度となっている。

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、米国の長期金利の低下を受けて、市場センチメントは改善しているとの認識で一致した。複数の委員は、米国の金融政策に注目が集まる中で、対ドル為替レートの変動が拡大しやすくなっていると指摘した。

海外経済について、委員は、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。ある委員は、国・地域ごとのばらつきは大きい、海外経済全体としては、インフレ率が鈍化するもとで、金融引き締め局面から徐々に転換しつつあるとの見方を示した。一人の委員は、海外経済の先行きを巡る不確実性は低下しているとの見解を示した。一方、複数の委員は、中東情勢の緊迫化や対中貿易摩擦の拡大といった地政学的リスクの高まりを受けて、インフレ率が再上昇するリスクは根強いと指摘した。

米国経済について、委員は、F R Bによる既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長しているとの認識で一致した。何人かの委員は、これまでのところ、堅調な個人消費を背景に、インフレ率の低下は緩やかなものにとどまっているとの見解を示した。ただし、このうちの一人の委員は、足もとでは、個人消費などで減速傾向を示す経済指標が増えつつあると付け加えた。

欧州経済について、委員は、下げ止まりつつあるとの認識を共有した。複数の委員は、サービス等の一部に改善の動きがみられているとの見解を示した。

中国経済について、委員は、不動産市場の調整の影響は続いているものの、政策面の下支えもあって緩やかに改善しているとの見方を共有した。何人かの委員は、過剰生産問題を抱える中、先進国との貿易摩擦の拡大が輸出の下押しに作用する可能性があるとの指摘した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、輸出に持ち直しの動きがみられており、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認識で一致した。ある委員は、前回会合以降、弱めのデータや懸念される情報がみられているものの、きわめて高水準の企業収益や約 30 年ぶりの水準となった春季労使交渉の結果が所得面から支える形で、前向きの循環メカニズムは維持されているとの見解を示した。

景気の先行きについて、委員は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。複数の委員は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止は一時的な下押し要因にとどまる可能性が高いとの見方を示したうえで、自動車産業は裾野が広いため、影響が長引くことで経済の循環メカニズムに影響を及ぼすことがないか注視する必要があると指摘した。

輸出について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

鉱工業生産について、委員は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止による下押しが続いているとの認識を共有した。ある委員は、追加的な生産・出荷停止の影響について、現時点では大きくないとみられるが、7月の支店長会議における報告も踏まえて評価していく必要があると述べた。

設備投資について、委員は、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。複数の委員は、半導体関連を中心とする産業集積に誘発された投資需要が徐々にみられ始めているとの見方を示した。別の委員は、人手不足対応等のソフトウェア投資やサプライチェーンの再編などが設備投資の増加を支えていくと考えられるが、資本ストック循環の観点からは調整圧力が高まりつつある可能性が示唆される点などには注意が必要と指摘した。また、ある委員は、このところ企業の自社株買いが増加していることを指摘したうえで、企業が手元資金を成長投資に振り向けていくか注目していると述べた。この間、一人の委員は、中小企業では、コロナ前対比で大幅に改善した大・中堅企業と比べて、収益力が弱く、投資は低調で、賃上げ率も低いと指摘した。そのうえで、この委員は、少子高齢化等の構造的問題を抱え国際競争力

が低下しているわが国において、賃金と物価の好循環を実現するためには、成長志向の中小・中堅企業が投資・事業構造強化を進めるとともに、スタートアップが躍進し、それらが資金・人材を集めることで成長スパイラルを創出する必要があるとの見方を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の下押しが続いているものの、底堅く推移しているとの認識で一致した。多くの委員は、物価高などを背景に非耐久財消費で弱めの動きが続いているほか、足もとでは消費者マインドにも弱さがみられているとの認識を示した。このうちの複数の委員は、消費者マインド悪化の背景として、電気代の上昇に加え、為替円安の進行を受けた物価の上振れリスクが意識されていると指摘した。複数の委員は、為替円安が経済に及ぼす影響は主体によって様々であるが、現状では、家計の実質所得やマインドなどへのマイナスの影響を一段と注視していく必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、為替変動が急激に進むもとで、わが国経済の構造変化が追いついておらず、わが国経済全体として為替円安のプラス面を享受しにくくなっていると付け加えた。

先行きの個人消費について、何人かの委員は、今春の賃上げや年金の増額改定、政府による経済対策などを受けた所得の改善が、先行きの個人消費をどの程度押し上げていくか注視する必要があると述べた。また、複数の委員は、好業績に支えられ夏季賞与が増額していけば、そのことも個人消費の支えになると付け加えた。この点に関連して、何人かの委員は、個人消費との関係では、家計の所得を幅広くみていくことや、そのばらつきにも着目していくことが重要であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、当面、中小企業の正規雇用や年金受給者については、賃金や受給額の増加が物価上昇に追いつかない可能性がある一方、非正規雇用や大企業の正規雇用については物価上昇以上の賃金上昇が期待できると指摘したうえで、こうした賃金動向が個人消費の先行きに及ぼす影響を注視していく必要があるとの見方を示した。この間、ある委員は、株価や地価の上昇が、資産効果を通じて、個人消費に好影響を及ぼす経路も考えられると指摘した。

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、企業へのヒアリング情報を踏まえると、労働需給がひっ迫する中で、中小企業でも賃上げの動きが引き続き広がっているとみられ、連合の集計結果をみても、中小企業の賃上げ率も高めとなっているとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、

既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台前半となっているとの認識で一致した。多くの委員は、物価は、「展望レポート」の見通しに概ね沿って推移しているとの見解を示した。一人の委員は、賃金と物価の好循環は実現しつつあるが、名目賃金上昇率、予想物価上昇率、サービス価格上昇率などを踏まえると、基調的な物価上昇率はなお2%に達していないとの見解を示した。輸入物価上昇の影響について、何人かの委員は、既往の上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているが、足もとでは、輸入物価が再び上昇に転じ、その影響が徐々に川下にも波及しつつあると指摘した。また、賃金上昇等のサービス価格への影響について、何人かの委員は、年度替りとなる4月の企業向けサービス価格指数の伸び率が加速したことを指摘し、企業間取引において人件費上昇の価格転嫁が広がっているとの見解を示した。別の一人の委員は、本年の春季労使交渉の結果は、現時点では、賃金統計に十分に反映されていないが、企業物価指数や企業向けサービス価格指数の上昇を踏まえると、「物価安定の目標」に向けて着実に進んでいると述べた。

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、月次のサーベイ指標や物価連動国債から算出されるB E Iは着実に上昇していると指摘した。一人の委員は、大企業において中期経営計画の前提に賃金・物価の上昇を織り込む動きがみられるなど、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が転換してきているとの見解を示した。

物価の先行きについて、委員は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による経済対策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用するとの見方で一致した。この間、委員は、消費者物価の基調的な上昇率について、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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見方を共有した。ある委員は、輸入物価上昇に加え、タイトな労働需給やいわゆる2024年問題による運送費高が影響し、物価の上昇が続くとの見方を示した。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高いとの認識で一致した。また、委員は、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、

十分注視する必要があるとの見方を共有した。

委員は、このところの為替円安等が物価に及ぼすリスクについて議論した。何人かの委員は、最近の為替円安などを受けて、再度、輸入物価は上昇してきており、物価の上振れリスクとなっていると指摘した。この点に関連し、ある委員は、現時点で、輸入物価の上昇が2022年以降のような大幅な消費者物価の上昇をもたらすとは考え難いが、賃金や物価は上がりにくいという社会的なノルムの転換もあり、従前より価格転嫁が進みやすく、2024年後半に向けて価格引き上げの動きが再び生じる可能性もあるとの見方を示した。別の委員は、為替円安はインバウンド需要等の総需要拡大を介して物価を押し上げる効果があるほか、輸入物価上昇というコストプッシュが物価上昇の起点であっても、それが予想物価上昇率や賃金の上昇につながれば基調的な物価上昇率は高まると指摘した。そのうえで、この委員は、為替円安に伴う物価上昇のもとでも賃金と物価の好循環が着実に強まっていくためには、中小企業の価格転嫁が進展するとともに、名目賃金上昇率が一段と高まっていくことが重要であると述べた。この間、一人の委員は、企業間取引の段階でみられる人件費の価格転嫁の動きは加速しており、今後、こうした動きが消費者物価に表れてくるリスクも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。また、委員は、企業の資金調達コストは、上昇しているが、なお低水準で推移しているという評価を共有した。

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％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で一致した。

先行きの金融政策運営について、委員は、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共有した。そのうえで、委員は、「展望レポート」で示した経済・物価の見

通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになるほか、経済・物価見通しが上振れたり、見通しを巡る上振れリスクが高まったりする場合も、利上げの理由となるとの認識を共有した。

この点に関連し、一人の委員は、見通しに沿った物価の推移が続く中、最近のコストプッシュ圧力の再度の高まりを背景とした価格転嫁が進み物価が上振れる可能性もあるだけに、リスクマネジメントの観点から金融緩和の度合いを更に調整することの検討も必要であると指摘した。別の一人の委員は、物価について、来年度後半の2%の「物価安定の目標」の実現に向けて想定通り推移しているが、上振れリスクも出てきているとの見解を示した。そのうえで、この委員は、こうした点が消費者マインドに影響していることも意識しつつ、次回会合に向けてもデータを注視し、目標実現の確度の高まりに応じて、遅きに失することなく、適時に金利を引き上げることが必要であると述べた。また、ある委員は、政策金利の変更について、消費者物価が明確に反転上昇する動きや、中長期の予想物価上昇率の上昇などをデータで確認したタイミングで検討することが適切であるとの見解を示した。一方、一人の委員は、個人消費が盛り上がりを欠く中、一部自動車メーカーの出荷停止という想定外の事態が続いていることから、これらの影響も確認する必要があると指摘したうえで、当面は現在の金融緩和を継続して企業の前向きの構造改革を後押しすることが適当であるとの見解を示した。

委員は、為替円安と金融政策運営との関係についても議論した。まず、委員は、最近の為替円安の動きについて、物価の上振れ要因であり、金融政策運営上、十分に注視する必要があるとの認識を共有した。一人の委員は、為替円安は物価見通しの上振れリスクを高める要因であり、国内物価へのパススルーが強まっていることや、現実の物価が2%を超えていることを踏まえると、物価の上振れリスクが顕在化した際に生じ得る損失も高まっていると指摘した。そのうえで、この委員は、リスクマネジメントアプローチに立って考えれば、リスク中立的な、適切な政策金利の水準は、その分だけ引き上がると考えるべきとの見方を示した。別の委員は、円安観測の強まりなどが、企業行動や株価に及ぼす影響も重要であると述べた。ある委員は、為替相場の変動は経済活動に幅広い影響があるほか、ファンダメンタルズから乖離した水準が続けば国民経済の健全な発展にも影響が及ぶとの認識を示した。そのうえで、この委員は、金融政策は、為替相場だけではなく国民生活や経済活動の幅広い側面に影響するため、経済・物価情

勢の全体像をみて運営していく必要があると付け加えた。別の一人の委員は、為替は物価に影響を及ぼす要因の一つではあるが、金融政策運営は、物価の基調とその背後にある賃金動向を見極めて行うものであるため、為替の短期的な変動に左右されるべきではないとの見解を示した。

委員は、先行きの長期国債の買入れについて議論した。まず、委員は、先行き、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買入れを減額していくことが適当であるとの認識を共有した。また、多くの委員は、国債市場では、先行き長期国債買入れを減額していくという日本銀行の考え方が浸透してきているとしたうえで、日々の国債買入れオペを巡る思惑や、長期国債買入れの減額と先行きの政策運営スタンスを結び付ける見方などが長期金利の形成に影響しているとの認識を示した。ある委員は、3月の政策枠組み見直しの趣旨を踏まえ、国債買入れの減額を行うことで、市場における日本銀行のプレゼンスを小さくしていくことが必要との見解を示した。別の委員は、①国債市場において日本銀行が圧倒的に大きなプレーヤーであること、②市中での代替が簡単ではないほど、日本銀行が大量の国債を保有していることといった大規模金融緩和の副作用が課題として残っているため、市場と対話しながら、適時適切にバランスシートの正常化を進めていく必要があると指摘した。一人の委員は、バランスシートの縮小は、拡大した日本銀行の市場への関与を市場への攪乱的影響を避けつつ減らしていくことが目的であり、金融政策とは切り離して行うものであると指摘した。また、別の複数の委員は、国債買入れは能動的な政策手段とはせず、経済・物価への対応は、短期金利の操作によって行うのが基本的な考え方との見解を示した。

こうした現状認識を踏まえ、多くの委員は、長期国債買入れの減額について中期的な計画を定めることで、先行きの国債買入れを巡る予見可能性を高めることが必要との見解を示した。また、多くの委員は、減額計画を作成するにあたっては、日本銀行の国債市場におけるプレゼンスの大きさ等を踏まえると、減額の過程における国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保することも重要と指摘した。このうちの一人の委員は、イーールドカーブ・コントロールからの出口を円滑に行うことができた経験も踏まえると、減額の幅やペースのほか、枠組みの作り方などを工夫することで、市場の混乱を起こすことなく国債保有残高の削減を行うことは可能との見方を示した。減額計画の期間に関連して、多くの委員は、①大規模な金融緩和導入前と比べると金融規制や市場環境などは変化しており、そのことが長い目でみた国債

保有構造などに影響を及ぼす可能性があることや、②将来の中央銀行のバランスシートの規模については、先行する海外の中央銀行でも議論の途上であることを指摘した。何人かの委員は、これらの不確実性を考慮し、まずは、今後1～2年程度の期間を念頭に計画を定めることが適当との見解を示した。

そのうえで、何人かの委員は、予見可能性と柔軟性とのバランスを踏まえたうえで、減額の幅やペース、減額の枠組みなどの具体的な計画を検討していく際には、市場参加者の意見などを丁寧に確認することが重要と指摘した。また、何人かの委員は、こうした確認を進めるためにも、今回の会合で減額方針を決定することが適切との見方を示した。このうちの一人の委員は、債券市場の需給や機能度の改善状況を踏まえつつ、中期的な計画を策定して、これに沿って淡々と減額を行うことが望ましいが、減額の最適なペースなどを設定する必要があるため、市場との対話も含め、ある程度の時間をかけて慎重に検討する必要があるとの見解を示した。また、複数の委員は、今回の会合で具体的な計画を決定するのではなく、市場参加者の意見を確認するプロセスを踏むことで、よりしっかりとした減額を実施できるとの認識を示した。別の委員は、減額計画の作成にあたっては、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で相応の規模の減額をしていくことが適切であると述べた。

こうした議論を踏まえ、大方の委員は、①次回金融政策決定会合までの長期国債およびC P等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する、②今回の会合において、その後の長期国債の買入れを減額していく方針を決定する、③市場参加者の意見も確認し、次回の会合において、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定する、ことが適切であるとの認識を共有した。これらの委員は、国債買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額していくことが適切であるとの基本的な考え方を、記者会見等の場において、対外的に示していくことが重要であるとの見解を共有した。一方、一人の委員は、長期国債買入れを減額していく方向性については賛成だが、個人消費が盛り上がりを欠く中、減額の開始時期や規模によっては経済を下押しする可能性があるため慎重な検討が必要であり、市場と対話を図りつつ、7月の「展望レポート」で経済・物価情勢を改めて点検してから決定すべきとの見解を示した。この間、ある委員は、国債買入れの減額に際し、今後の国債保有構造の在り方を念頭に、中長期的観点から新たな市場構造を議論していく必要があるとの見解を示

したうえで、その際には、金融規制などの市場参加者を取り巻く前提となる環境を含め、幅広く議論していくことが重要であると述べた。

保有するETFおよびJ－REITの取扱いについて、委員は、時間をかけて検討していく必要があるとの認識を共有した。そのうえで、ある委員は、保有ETFの取扱いを議論していくために、処分が市場に及ぼす影響という観点から、個別株式ではなく投資信託であるといったETFの諸特性について理解を深めることが必要との見解を示した。

IV. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、財務省の出席者から、財務大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した(11時34分中断、11時47分再開)。

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、このところ足踏みもみられるが、緩やかな回復が続いている。先行きも緩やかな回復が続くと見込むが、賃金上昇が物価上昇に追い付いていないことや、円安等に伴う輸入物価の上昇の影響などには、十分注意する必要がある。
- 足もとの経済運営に万全を期しつつ、コストカット型から成長型経済への移行に向け、強い決意で改革に取り組む。「経済・財政新生計画」を策定し、政府を挙げて実行する。
- 日本銀行には、金融政策の具体的なオペレーションについて適切な判断を期待する。引き続き、政府と緊密に連携し、十分な意思疎通を図りながら、2%の物価安定目標の持続的・安定的実現に向け、適切な金融政策運営を行うことを期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 足もとでは賃上げ、設備投資等に前向きな動きが見られる一方、個人消費は力強さを欠いており、海外経済のリスクも認識している。
- 政府は、経済再生と財政健全化を両立させる歩みを更に前進させていく。
- 日本銀行には、政府との密接な連携のもと、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。その上で、情報発信を含め、しっかりと金融資本市場とコミュニ

ケーションを図っていただきたい。

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、0～0.1%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、安達委員、中村委員、
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

2. 長期国債の買入れ方針

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、長期国債の買入れ方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

長期国債の買入れ方針に関する議案（議長案）

長期国債の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

1. 次回金融政策決定会合までの長期国債の買入れについては、2024 年 3 月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する。
2. その後については、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買入れを減額していく。市場参加者の意見も確認し、次回金融政策決定会合において、今後 1 ～ 2 年程度の具体的な減額計画を決定する。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、
中川委員、高田委員、田村委員

反対：中村委員

—— 中村委員は、長期国債買入れを減額していく方向性については賛成だが、7 月の「展望レポート」で経済・物価情勢を改めて点検してから決定すべきとして反対した。

3. 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. 議事要旨の承認

議事要旨（2024 年 4 月 25、26 日開催分）が全員一致で承認され、6 月 19 日に公表することとされた。

以 上

2024年6月14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（全員一致）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1％程度で推移するように促す。

次回金融政策決定会合までの長期国債およびCP等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する。その後については、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買入れを減額していく方針を決定した（賛成8反対1）^{（注）}。市場参加者の意見も確認し、次回金融政策決定会合において、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定する。

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、総じてみれば緩やかに成長している。輸出は横ばい圏内の動きとなっている。鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きとなっているが、足もとでは、一部自動車メーカーの生産・出荷停止による下押しが続いている。企業収益が改善するもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。雇用・所得環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響に加え、一部メーカーの出荷停止による自動車販売の下押しが続いているものの、底堅く推移している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。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、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2％台前半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）については、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による経済対策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的

な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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。

リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。

以 上

(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、長期国債買入を減額していく方向性については賛成だが、7月の「展望レポート」で経済・物価情勢を改めて点検してから決定すべきとして反対した。

(6年7月30、31日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2024年7月30日(14:00～15:51)
7月31日(9:00～12:49)

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	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	寺岡光博	大臣官房総括審議官 (30日)
	赤澤亮正	財務副大臣 (31日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官 (30日)
	井林辰憲	内閣府副大臣 (31日)

(執行部からの報告者)

理事	貝塚正彰
理事	高口博英
理事	加藤 毅
理事	清水誠一
企画局長	正木一博
企画局政策企画課長	長野哲平
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	中村康治
調査統計局経済調査課長	永幡 崇
国際局長	近田 健

(事務局)

政策委員会室長	播本慶子
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局審議役	服部良太 (31日 10:22～12:49)
企画局企画調整課長	土川 顕 (31日 10:22～12:49)
企画局企画役	安藤雅俊
企画局企画役	丸尾優士
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

金融市場調節は、前回会合（6月13、14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、0.076～0.083%のレンジで推移した。

この間、長期国債およびCP・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、金利は、翌日物、ターム物とも、低位で推移した。翌日物金利のうち、無担保コールレートは概ね0.07%台後半、GCレポレートは一時的な振れを伴いつつ概ね0～0.1%の範囲で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、幾分上昇した。

わが国の株価（TOPIX）は、企業業績の上振れ期待などから上昇したあと、米国株価の下落やこれまでの為替円安の修正を受けて下落し、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、先行きの金融政策運営に対する見方などを背景に、小幅に上昇した。国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で改善の動きにやや一服感がみられているものの、昨年末頃に比べると改善した状態が続いている。為替相場をみると、円の対ドル相場および対ユーロ相場は、期間を通じてみれば、円高方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、FRBによる既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長している。欧州経済は、下げ止まりつつある。中国経済は、不動産市場の調整の影響は続いているものの、政策面の下支えもあって緩やかに改善している。中国以外の新興国・資源国経済は、輸出に持ち直しの動きがみられており、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、緩やかな成長が続くと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性が高い。

^{（注）}「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。」

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、先行きの財政悪化に対する警戒感の高まりから上昇する場面もあったが、その後は物価指標の市場予想比下振れなどを受けて低下し、期間を通じてみれば小幅に低下した。欧州の長期金利も、米国金利に連れて変動し、期間を通じてみれば小幅に低下した。米国の株価は、F R Bの先々の利下げを織り込む動きが一段と広がるもとで上昇したあと、一部ハイテク関連銘柄の市場予想比軟調な決算等が嫌気されて下落し、期間を通じてみれば横ばいとなった。欧州の株価は、フランスの政治情勢を巡る不透明感の高まりが重石となり、概ね横ばいとなった。この間、新興国通貨は横ばい圏内で推移し、原油価格は足もとにかけて下落した。

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、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きも、当面、同様の動きが続くとみられる。その後は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、グローバルなI T関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくと見込まれる。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きも、当面、同様の動きが続くとみられる。その後は、グローバルなI T関連財の持ち直しなど、内外需要の動向を反映し、増加基調に復していくと見込まれる。

企業収益は、改善している。業況感は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、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、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、1～3月は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響などから減少したあと、4～5月は、自動車販売が持ち直すもとで増加した。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、6月以降の個人消費は、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向を指摘する声は引き続き聞か

れるものの、底堅く推移しているとみられる。消費者マインドは、このところ改善が続いてきたものの、足もとでは、ひと頃と比べて幾分悪化した状態にある。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、政府による経済対策の効果もあって、緩やかに増加していくと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。非正規雇用も、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。一人当たり名目賃金は、経済活動の回復や春季労使交渉の結果を反映して、はっきりと増加している。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、エネルギー価格の影響を受けつつも、徐々にプラスに転化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、総じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。国内企業物価（夏季電力調整後）の3か月前比は、原材料費や人件費等の上昇を価格に転嫁する動きがみられる中、電気・ガス代の負担緩和策の縮小などの影響もあって、1%台半ばまで上昇している。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、足もとでは3%程度のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは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についてみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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）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、上昇しているが、なお低水準で推移している。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。C P・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、3 % 台半ばとなっている。C P・社債計の発行残高の前年比は、2 % 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、増加している。

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、貸出金利息や手数料収入の増加などを背景に、堅調に推移している。この間、信用コストは、総じてみれば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・信用金庫の収益は、貸出残高の増加を背景に、堅調に推移している。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 11 指標が、過熱でも停滞でもない状態となっており、株価等の 3 指標について、過熱方向にトレンドから乖離した状態となっている。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いる。これまでのところ、株価がやや速いペースで上昇し、不動産市場の一部に割高感が窺われるものの、全体としては金融活動に過熱感は見られない。ただし、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、引き続き注視する必要がある。

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、市場センチメントは総じて落ち着いた状態を維持しているものの、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されており、F R B の利下げを織り込む動きも一段と広がってきているとの認識で一致した。そのうえで、一人の委員は、米国の労働市場における需給緩和が明確になるもとで市場では F R B の利下げが織り込まれてきており、年初来のドル高の流れが変わる可能性があるとは指摘した。

海外経済について、委員は、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。

米国経済について、委員は、F R Bによる既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長しているとの認識で一致した。そのうえで、何人かの委員は、これまで高止まりしてきた物価上昇率が鈍化していることを指摘し、景気の急減速を避けつつ物価安定が実現するソフトランディング・シナリオが実現する蓋然性が高まっているとの見解を示した。このうちの一人の委員は、日次の価格調査をみると、消費者物価指数よりも更に鈍化傾向にあると付け加えた。別の委員は、雇用・所得環境には軟化の兆しが窺われており、先行き景気は緩やかに減速する可能性が高いと指摘した。そのうえで、この委員は、中東情勢の緊迫化や貿易摩擦の拡大などに伴うインフレ再燃リスクには引き続き注意する必要があると付け加えた。ある委員は、既往の財政拡大もあって民間部門の手元流動性は潤沢であり、このことがインフレ下でも支出を支えていると述べた。

欧州経済について、委員は、下げ止まりつつあるとの認識を共有した。ある委員は、欧州中央銀行が6月に利下げを決定するもとで、景気に回復感が生じていることを指摘した。一方、別の委員は、インフレ率はひと頃に比べて落ち着いているものの、賃金上昇率は引き続き高いほか、既往の利上げの影響から、ドイツ経済が停滞色を強めていることが懸念されると述べた。

中国経済について、委員は、不動産市場の調整の影響は続いているものの、政策面の下支えもあって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、政策対応の強化もあって景気の減速傾向には歯止めがかかっているものの、安定した成長経路に復していくか、依然として不透明感が強いと指摘した。このうちの一人の委員は、少子高齢化などを背景とした内需不足と供給過剰という構造問題に変わりはないと指摘したうえで、在庫調整圧力を背景にした輸出拡大やそれに伴う貿易摩擦の拡大が懸念されると付け加えた。別の一人の委員は、日本のバブル崩壊後の経験を踏まえると、不動産市場の調整は想定以上に長引く可能性があり、時間と忍耐が必要であると述べた。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、輸出に持ち直しの動きがみられており、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。また、委員は、企業の資金調達コストは上昇しているが、なお低水準で推移しているとの見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・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。

輸出について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。

鉱工業生産について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの見方を共有した。ある委員は、一部自動車メーカーの生産・出荷停止の影響は、1～3月のような規模にはならないことが明らかになった点は安心材料であると指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善し、業況感は良好な水準を維持するもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などがみられるものの、底堅く推移しているとの認識で一致した。ある委員は、このところの個人消費の弱さには、自動車生産の減少に伴う販売台数の下押しも作用していると指摘した。一人の委員は、個人消費はマクロの統計では力強さに欠けるが、個別にみれば強弱があり、必ずしも弱さだけではないとの見解を示した。何人かの委員は、コロナ禍後の経済構造の変化等を踏まえるとサービスやオンライン消費を統計で的確に捉えることが難しくなっている可能性を指摘したうえで、支店からのヒアリング情報等も踏まえると、実勢として、個人消費は力強さを欠くが底堅いとみられると述べた。この点に関連し、多くの委員は、足もとの個人消費が力強さを欠く背景として、これまでの物価上昇に名目賃金の上昇が追い付いていない点を指摘した。このうちの一人の委員は、賃上げは行われているものの、この3年ほど、常に物価が先に上がって、翌年に賃金が上がるという展開であったため、水準で考えるとまだかなり足りず、個人消費を抑制する要因となっていると指摘した。また、多くの委員は、個人消費の動向は家計によってばらつきが大きい点も指摘した。このうちの一人の委員は、低価格帯商品の販売不振が目立っていることは、低所得層を中心に物価上昇の影響が強く表れていることを示していると述べた。

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、5月の毎月勤労統計調査では、ベースアップが賃金に反映されていく流れが確認できたと指摘したうえで、日本銀行の本支店のネットワークを活用して収集した「さくらレポート・別冊」のミクロ情報でも、防衛的な賃上げを含めてではあるものの、

地域の中堅・中小企業を含め、幅広い地域・業種・企業規模において、賃上げの動きが広がったことが示唆されるとの見解を示した。一方、一人の委員は、中小企業庁の調査によれば、中小企業の価格転嫁率は半年前から概ね不変となっており、今後の価格転嫁の停滞による賃上げ率の縮小を懸念していると述べた。

物価面について、委員は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台半ばとなっているとの認識で一致した。ある委員は、品目別のサービス価格の動きをみると、人件費の影響を受けやすい品目でもプラス幅が徐々に拡大しており、価格変動分布の「山（ピーク）」もゼロ%近傍から2%近傍へシフトしていると指摘した。別の委員は、サービス価格では、4月にいわゆる「期初の値上げ」が確認されたことを指摘した。

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。一人の委員は、短観の販売価格見通しをみると、仕入コストに占める人件費の割合が高い業種ほど、5年後の販売価格見通しが高くなっており、企業の賃金上昇を販売価格へ反映する姿勢を窺うことができるとの見解を示した。別の一人の委員は、円安や輸入物価上昇に加え、ここ数年の生鮮食品の値上がりも家計のインフレ実感を高めていると指摘したうえで、2%を超える物価上昇が3年目となる中、「物価安定の目標」の厳密な意味での実現とは別に、家計を中心に「目標」実現が従来よりも意識されてきていることを認識する必要があるとの見解を示した。

2. 経済・物価情勢の展望

2024年7月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、わが国経済について、海外経済が緩やかに成長していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける、との認識を共有した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくとの見方で一致した。また、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けるとの見方を共有した。そのうえで、ある委員は、欧州経済、中国経済は構造的な停滞局面に入っている可能性があるほか、これまで堅調であった米国についても成長を加速していくと

は見込みづらいことから、輸出が大幅に増加していくことは考えにくいと述べた。

鉱工業生産について、委員は、グローバルなIT関連財の持ち直しなどから、増加基調に復していくとの見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境が下支えとなる中、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を含め、増加傾向を続けるとの見方で一致した。ある委員は、米国の大統領選等を巡る不確実性が製造業の設備投資を抑制する方向に作用する可能性はあるが、デジタル・トランスフォーメーションのための情報関連投資や都市再開発案件など内需系の投資は堅調に推移する可能性が高いとの見解を示した。一人の委員は、国による半導体産業等の育成支援もあって、経済安全保障の観点からの投資が拡大し始めており、こうした動きが一段と広がっていくことに期待していると述べた。

個人消費について、委員は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、賃金上昇率の高まりなどを背景に、政府による経済対策の効果もあって、緩やかに増加していくとの見方で一致した。また、その後についても、雇用者所得の改善が続くもとで、個人消費は緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。多くの委員は、この先、雇用者所得の改善に加え、定額減税等もあり、名目所得が改善していくことが、個人消費を支えていくとの見方を示した。この点に関連し、ある委員は、名目賃金上昇のモメンタムが維持される限り、時間の経過とともに個人消費を含め経済状況は改善すると思われるが、足もとは、賃金上昇の波が幅広く浸透し、その持続可能性が高まることを見守る忍耐が重要な局面にあるとの見方を示した。ある委員は、今後、新NISAによる金融資産所得の持続的増加が、個人消費を刺激することに期待していると述べた。この間、一人の委員は、実質金利のマイナスの長期化が、家計などの資金の出し手から、実質負担減となる資金の受け手への所得移転をもたらす面があることに留意する必要があると指摘した。

雇用者所得について、委員は、雇用は増加を続けるが、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできた中で、追加的な労働供給が見込みにくくなってくるため、その増加ペースは徐々に緩やかになっていくとの見方を共有した。もっとも、このことは、景気回復の過程で、労働需給の引き締まりを強める方向に作用し、そのもとで、賃金上昇率は、物価上昇も反映するかたちで基調的に高まっていくとみら

れることから、雇用者所得は増加を続けるとの見方を共有した。何人かの委員は、春季労使交渉を受けた所定内給与の増加に加え、各種アンケートからは好調な企業収益を背景に夏季賞与がしっかりと増加すると見込まれることも、当面の雇用者所得を押し上げていくとの見方を示した。一人の委員は、来年度以降についても、従業員の確保、モチベーションの維持という観点から、継続的な賃上げが必要との声が広まっていると指摘した。そのうえで、この委員は、こうした新しい環境への適応について企業間の取り組みの差が大きくなっており、全体の動きだけでは経済の実態を捉えにくくなっていると指摘した。この点に関連して、一人の委員は、少子高齢化と産業の低収益化といった構造問題もある中で、中堅・中小企業を含めた生産性の向上には、もう少し時間がかかるとみられ、持続的な賃上げの実現にも時間を要するとの見方を示した。この委員は、国際競争力の高い事業の育成が産業集積と輸出拡大に繋がり、成長志向の中堅・中小企業の能増投資や雇用の拡大に波及するとの期待を付け加えた。これに対して、ある委員は、長期的には実質賃金の上昇には生産性向上が不可欠だが、現在は、企業収益が拡大する一方で実質賃金が低下していることが問題であり、当面は、生産性に見合う水準まで実質賃金が高まっていくかが論点となると指摘した。別の委員は、海外では低めの実質成長率と継続的な名目賃金上昇が両立している先があることを指摘しつつ、名目賃金・物価と実体経済・生産性をある程度切り離して考える必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、4月の展望レポート時点と比べると、2024年度は前年度の統計改定の影響等から、幾分下振れているが、2025年度以降は概ね不変であり、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。

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。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、今年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移するとの見方で一致した。また、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、2025年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用するとの認識を共有した。ある委員は、本年秋頃以降、政府によるエネルギー価格抑制策のもとで、消費者物価の上昇率が一時的に2%を下回る可能性はあるが、その後は、これらの施策が終了すれば、再び2%を上回って推移するとの見方を示した。

この間、消費者物価の基調的な上昇率について、委員は、マクロ的

な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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見方を共有した。複数の委員は、「物価安定の目標」が実現していく確度は、更に高まったと指摘した。また、ある委員は、春季労使交渉の結果が賃金に反映されてきているなど、経済情勢に加えて、物価動向もオントラックと評価できると指摘した。一人の委員は、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、このところの賃金や企業向けサービス価格の上昇等も踏まえると、本年4月に続き、10月についても相応の「期初の値上げ」がみられる可能性が高いと指摘した。ある委員は、中長期の予想物価上昇率の上昇や春季労使交渉の結果が統計に反映され始めたこと等を勘案すると、賃金と物価の好循環が働き出したと考えられ、基調的な物価上昇率は2%に向けて着実な歩みをみせているとの見解を示した。別の委員は、海外のインフレやこれまでの円安による輸入物価の上昇に加え、タイトな労働需給や、労働時間の上限規制の影響もあり、価格上昇圧力が続くと考えられると述べた。この点に関連して、ある委員は、企業へのヒアリング情報からは、労働需給がひっ迫する中で、今後も、「賃上げを続ける」、もしくは「続けざるを得ない」という声が、中小企業を含めて多く聞かれており、このことが物価にも反映されていくと考えられると述べた。

委員は、こうした中心的な物価の見通しを、4月の展望レポート時点と比べると、2024年度は、政府によるガソリン代の負担緩和策や電気・ガス代の緊急支援の影響を主因に下振れている一方、2025年度は、こうした施策による押し下げの反動から、幾分上振れており、2026年度は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、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高いとの認識で一致した。また、そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、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・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、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。

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、②今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や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。そのうえで、委員は、特に、このところ、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との認識を共有した。この点に関連し、多くの委員は、これまでの為替円安もあって、輸入物価が再び上昇に転じていることを指摘した。このうちの一人の委員は、従来に比べ価格転嫁が進みやすくなっているもとで、既に企業間物価も上昇傾向にあり、消費者物価にも大きめに波及するリスクがあると述べた。別の委員は、為替円安の影響に加え、人手不足の結果、供給不足・需要超過の業種が増えていることもあり、物価の上振れリスクに注意する必要があるとの見解を示した。他方、ある委員は、先行き為替円安のピークアウトや中国経済等の停滞による資源価格の鈍化等により物価上昇圧力が弱まる可能性があるほか、今後も高い賃上げ率が続き、物価上昇圧力として作用するかも不確実であると述べた。

リスクバランスについて、委員は、経済の見通しについては、2025年度は上振れリスクの方が大きいとの見方を共有した。また、物価の見通しについては、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きいとの見方で一致した。多くの委員は、輸入物価が再び上昇に転じていることを踏まえると、金融政策運営上、先行き、物価が上振れするリスクに注意する必要があるとの認識を共有した。

Ⅲ．長期国債買入れの減額計画に関する執行部説明

執行部は、まず、6月13、14日の金融政策決定会合で決定された長期国債買入れの減額方針を踏まえて、7月9、10日に開催した債券市場参加者会合において聞かれた長期国債の減額計画に関する市場参加者の意見を報告した。

- 減額の幅については、幅広い意見がみられたが、投資家の保有余力や市場機能の改善度合いなどを勘案し、「3兆円程度までの減額が望ましい」との声が多く聞かれた。
- 減額のペースについては、「一定額を速やかに減額すべき」との声も聞かれたが、ボラティリティ抑制の観点などから、「2年程度かけて徐々に減額を行うべき」との声が多く聞かれた。
- 減額のガイダンスの示し方については、現行のレンジ方式を継続

する意見も聞かれたが、予見可能性を重視する観点から、買入れ金額をピンポイントで示すことが望ましい、との意見が多く聞かれた。同時に、金利急騰時の機動的対応を望む声も多かった。

- 残存期間別の減額の進め方については、幅広い意見がみられたが、総じて、残存 10 年以下のゾーンを優先的に減額すべき、との意見が多かった。

次に、執行部は、こうした市場参加者の意見も参考にすると、以下のような長期国債の減額計画案が考えられると説明を行った。

- 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り、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額していくことが適切である。
- こうした観点からは、以下のような制度設計が考えられる。
 - ・ 対象期間は、2026 年 3 月までとする。
 - ・ 減額幅・減額ペースは、原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1 ～ 3 月に 3 兆円程度とする。
 - ・ 残存期間別の買入れ額は、金融市場局が国債市場の動向を踏まえつつ適宜設定する。その際、買入れ額は、レンジではなくピンポイントで示す。
 - ・ 長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。
 - ・ 2025 年 6 月の金融政策決定会合において、長期国債買入れの減額計画の中間評価を実施する。中間評価では、今回の減額計画を維持することを基本とするが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画を修正する。同時に、2026 年 4 月以降の長期国債の買入れ方針を検討し、その結果を示す。
 - ・ 必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直す。

IV. 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と長期国債買入れの減額計画に関する執行部説明を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議

論を行った。

まず、委員は、長期国債買入れの減額計画について議論した。

委員は、市場において円滑に長期金利を形成していくためには、相応の規模の減額を、予見可能な形で進めていくことが適切であるとの認識を共有した。ある委員は、市場に金利形成を委ねるため、基本的には計画に沿って、国債買入れの減額を淡々と進めていくべきであるとの見解を示した。また、別の委員は、債券市場参加者会合では減額に対する見方には相応にばらつきがみられており、予想形成が一方向に偏ることによる市場の混乱のリスクは高くないと指摘したうえで、こうした状況では、国債買入れの減額は緩やかなペースで着実に実施していくことが望ましいと述べた。具体的な減額幅について、一人の委員は、仮に国債買入れの減額を市中への国債供給の増加という点で新規発行と同等と捉えたと、今回の減額により、歴史的にも有数の大量発行局面を迎えるとも捉えられると指摘した。この点に関連し、ある委員は、新規国債の発行と異なり、国債買入れの減額は金融機関の保有する日本銀行当座預金の減少を伴うものであり、金融機関は負債を一定とすればその分、何かの資産を購入することになる——その意味で、資金面ではニュートラル——と指摘した。そのうえで、この委員は、金融機関のリスクテイク余力という観点からは、国債買入れの減額を進めると、当面は問題ないとみられるが、先行き国債の買い手不足が意識される可能性もありうると述べた。一人の委員は、金融規制などを前提とすると、執行部案を大幅に上回るペースで減額を行うと、市場のリスクテイク余力の低下から金利上昇圧力が強まり、減額計画が強い金融引き締め効果をもたらすリスクがあると指摘した。別の委員は、国債買入れの減額計画の目的は、あくまでも市場領域の回復であり、金融引き締めにあるのではないとの見解を示した。

また、委員は、減額計画では、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保することも重要であるとの認識で一致した。ある委員は、1年半強かけて四半期毎に月3兆円程度まで等速で減額することとし、機動的対応の余地を残し中間評価を実施するなど、慎重に進めれば、市場にサプライズを起こさず実施可能であるとの見方を示した。何人かの委員は、国債市場の需給バランスを巡る不確実性を踏まえると、長期金利が急激に上昇した場合のバックストップとして、指値オペを含む臨時オペ等を実施しうる枠組みを維持することが適切であるとの見解を示した。また、何人かの委員は、柔軟性の確保という観点からは、中間評価を実施することも適切であると述べた。ある委員は、多くの市場参加者が少なくとも月間買入れ額が4兆円程度になる

までの減額は市場に大きな影響をもたらさないとみていると指摘した。そのうえで、この委員は、月間買入れ額がこの水準まで減少する来年6月頃に、中間評価を実施するとともに、2026年4月以降の国債買入れ方針も示していくことが望ましいと指摘した。一人の委員は、今後、国債の市中への供給額が増えていくだけに、国債の保有構造の在り方を念頭に、市場や投資家動向をモニタリングしていくことや、継続して債券市場との対話に向けた姿勢を示していくことが重要であると述べた。また、別の委員は、今後、長期金利がより自由な形で形成されるようになる中で、国債市場の投資家層が広がっていくことを期待しており、中間評価のタイミングでは、こうした点も点検していく必要があると述べた。この間、ある委員は、日本銀行のバランスシート正常化の道のりは長く、国債大量保有に伴う副作用が残り続けてしまうため、引き続き、市場機能の状況等を注意深くみていく必要があるとの見解を示した。

以上の議論を経て、委員は、執行部から報告のあった長期国債買入れの減額計画は、予見可能性と柔軟性のバランスの取れた内容となっており、適当であるとの認識を共有した。

次に、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、①わが国の経済・物価はこれまで「展望レポート」で示してきた見通し——消費者物価の基調的な上昇率が見通し期間後半に「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移する見通し——に概ね沿って推移しているほか、②輸入物価が再び上昇に転じており、先行き物価が上振れするリスクには注意する必要がある、との認識を共有した。そのうえで、多くの委員は、こうした状況を踏まえると、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、政策金利を0.25%程度まで引き上げ、金融緩和の度合いを調整することが適当であるとの見解を示した。

何人かの委員は、従来から見通しに沿って経済・物価が推移していけば金融緩和の度合いを調整するとの方針を示してきたことを指摘したうえで、賃金や物価の動向から、こうした状況がある程度確認されたもとでは、緩やかな調整を実施することが適切であると述べた。一人の委員は、足もとの経済の状態は、現在のきわめて低い政策金利を幾分引き上げることができる程度には良いと評価できると付け加えた。また、物価の上振れリスクについて、複数の委員は、消費者物価指数の前年比が2年以上にわたって2%を超えている中では、政策判断において、より重要な判断要素になるとの意見を述べた。この点

に関連し、ある委員は、為替円安の進展に伴う物価上昇が、中小企業のコストや家計のマインドに及ぼす影響にも注意が必要との見解を示した。

そのうえで、多くの委員は、政策金利を小幅に引き上げても、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サポートするとの認識を共有した。何人かの委員は、先行き、物価上昇率が2%を上回るリスクが高まったり、その結果、後になって、より急速な利上げが必要になったりすることを避けるためにも、経済・物価情勢に応じて、こうしたきわめて低い金利水準を、現段階から少しずつ調整していくことが適切であるとの見方を示した。このうち、一人の委員は、実質金利は過去25年間で最も深いマイナスとなっており、様々な指標でみた金融緩和の度合いは、量的・質的金融緩和期の平均的な水準を大きく上回っていると付け加えた。また、ある委員は、足もとの物価を取り巻く環境を踏まえると、小幅な利上げを検討してもよい時期だと指摘したうえで、緩やかなペースの利上げは基調的な物価の上昇に応じて緩和の程度を調整するものであり、引き締め効果を持たないとの意見を述べた。この間、ある委員は、政策金利上昇の家計や企業への影響は丁寧に見ていく必要があるが、その際、賃金や企業収益の増加も考慮する必要があると指摘した。また、この委員は、金利上昇が個別の金融機関の損益等に及ぼす影響もみていく必要があると付け加えた。

一方、一人の委員は、現状は、政策金利の引き上げがまったく不可能とは捉えていないが、経済成長率や個人消費など下振れ気味のデータが多いため、賃金上昇の浸透による経済状況の改善をデータに基づいてより慎重に見極める必要があると指摘した。また、別の委員は、30年続いた縮み志向の経済がわずか2年で一気に変わるとは考えにくく、現時点では経済の持続的成長を裏付けるデータが少ないため、次回会合で重要な各種経済データを点検して変更を判断すべきとの意見を述べた。

先行きの金融政策運営について、委員は、経済・物価・金融情勢次第であるが、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、それに応じて、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見方で一致した。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。

ある委員は、今回の政策変更後も、物価が見通しに沿って推移するもと、堅調な設備投資や賃上げ、価格転嫁の継続といった前向きな企業行動の持続性が確認されていけば、その都度、金融緩和の一段の調整を進めていくことが必要であるとの意見を述べた。別の委員は、2025年度後半の「物価安定の目標」実現を前提とすると、そこに向けて、政策金利を中立金利まで引き上げていくべきであると指摘した。そのうえで、この委員は、中立金利は最低でも1%程度とみており、急ピッチの利上げを避けるためには、今後も、経済・物価の反応を確認しつつ、適時かつ段階的に利上げしていく必要があるとの見方を示した。これに対し、一人の委員は、金融政策の正常化が自己目的になってはならず、今後の政策運営については、今回の政策変更も含め、正常化を進めていくことに伴う様々なリスクに目配りして、注意深く進めていく必要があると述べた。また、別の委員は、中長期の予想物価上昇率が2%にアンカーされていないもとで、引き続き物価は下方リスクに脆弱であり、市場で、先行きの利上げ観測が強まりすぎることは避けるべきであると述べた。この間、ある委員は、長らく短期金利を引き上げた経験がないわが国では、中立金利の水準を巡る不確実性が大きいと指摘した。そのうえで、この委員は、中立金利の試算値から到達金利を定め、そこに向けて機械的に政策金利を動かしていくという政策運営は難しく、実際には、今回の利上げの影響を含め、短期金利の変化に対して経済・物価がどのように反応するのか点検しながら、政策金利の道筋を探っていくほかないとの見解を示した。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、政策金利を変更する際に検討すべき点について、考えられる対応案を示すよう指示した。執行部は、委員の意見を踏まえ、以下を内容とする対応案を示した。

- まず、政策金利の変更について、以下の取扱いとすることが考えられる。
 - ・ 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%程度で推移するよう促す」とする。
 - ・ 補完当座預金制度の適用利率は、0.25%とする。
 - ・ 基準貸付利率（補完貸付の適用金利）は、0.5%とする。
 - 新たな金融市場調節方針、補完当座預金制度の適用利率、基準貸付利率は、翌営業日（8月1日）から適用する。
 - ・ 被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペは、貸付利率

0.25%とする。

- ・ 貸出増加支援資金供給は、適度な利用インセンティブを与える観点から、変動金利貸付に変更のうえ、貸付利率を貸付期間中の補完当座預金制度の適用利率の平均値とする。
- ・ 金融調節の一層の円滑化を図る観点から、固定金利方式の国債売現先オペを新たに導入する。
- また、先行きの政策運営等について、以下の記述を行うことが考えられる。
 - ・ 先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、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、それに応じて、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。

執行部の説明に対し、多くの委員は、執行部の示した対応案は適当であるとの見解を共有した。ある委員は、先行きの政策運営の考え方を対外的に示していく際には、金融緩和の度合いを調整するということが、政策金利を経済・物価を抑制する水準とする金融引き締めを意味するわけではないことを丁寧に説明していく必要があると指摘した。この点に関連して、複数の委員は、今回、政策金利を引き上げても実質金利は大幅なマイナスであることを、しっかりと示していくことが重要であると述べた。

V. 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55分中断、12時19分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は「骨太方針2024」に基づき、経済再生と財政健全化の両立をしっかりと進める。
- 国債買入れの減額は、債券市場の安定等に十分に配慮しつつ適切に行われることを期待する。政策金利の変更は、2%の物価安定目

標の実現に向けて必要と判断されたものと受け止めており、政策の趣旨の対外的に丁寧な説明を期待する。

- 日本銀行には、政府との密接な連携のもと、2%の物価安定目標の持続的・安定的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。

- わが国経済は、このところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している。先行きも、民需主導の緩やかな回復が続くと見込んでいるが、円安や物価高による家計の購買力への影響や、海外景気の下振れリスク等には、十分注意する必要がある。
- 国債買入れ減額の実施にあたっては、マーケットとの適切なコミュニケーションのもと、必要があれば、状況に応じた柔軟な対応をお願いしたい。政策金利の引き上げは、金融資本市場や実体経済に不測の影響が出ることをないよう、政策の趣旨を対外的に丁寧に説明いただきたい。
- 日本銀行には、引き続き政府との緊密な連携のもと、賃金と物価の好循環を確認しつつ、2%の物価安定目標の持続的・安定的実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、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、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%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、安達委員、中川委員、
高田委員、田村委員

反対：中村委員、野口委員

—— 中村委員は、次回の金融政策決定会合で法人企業統計等を確認してから金融市場調節方針の変更を判断すべきであり、今回はそうした考え方を示すにとどめることが望ましいとして反対した。野口委員は、賃金上昇の浸透による経済状況の改善をデータに基づいてより慎重に見極める必要があるとして反対した。

2. 補完当座預金制度の適用利率の変更

議長から、委員の多数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、賛成多数で決定された。

補完当座預金制度の適用利率の変更に関する議案（議長案）

補完当座預金制度の適用利率を下記のとおりとすること。

記

補完当座預金制度の適用利率 年0.25%

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、
高田委員、田村委員

反対：中村委員、野口委員

—— 中村委員、野口委員は、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

3. 基準割引率および基準貸付利率の変更

議長から、委員の多数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、賛成多数で決定された。

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0.5%

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、
高田委員、田村委員

反対：中村委員、野口委員

—— 中村委員、野口委員は、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

4. 貸出増加支援資金供給等の新規実行分の扱い

議長から、委員の多数意見を取りまとめるかたちで、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション、気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションについては、貸付利率を0.25%として実施する、貸出増加を支援するための資金供給については、変動金利貸付に変更のうえ、貸付利率を貸付期間中の補完当座預金制度の適用利率の平均値として実施することを内容とする議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、
高田委員、田村委員

反対：中村委員、野口委員

—— 中村委員、野口委員は、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

5. 長期国債買入れの減額計画

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、長期国債買入れの減額計画を別紙の（別紙）のとおりの内容とする旨の議案が提出され、

採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

6. 「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等

議長から、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」の一部改正等に関する議案が提出され、採決に付された。採決の結果、賛成多数で決定され、会合終了後、速やか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、安達委員、中川委員、
高田委員、田村委員

反対：中村委員、野口委員

—— 中村委員、野口委員は、金融市場調節方針に反対したことを踏まえて、関連する部分の改正等に反対した。

7. 対外公表文（「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公表文（「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 「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、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。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。また、背景説明を含む全文は、8月1日に公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2024年6月13、14日開催分）が全員一致で承認され、8月5日に公表することとされた。

IX. 金融政策決定会合の開催予定日の承認

2025 年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、公表することとされた。

以 上

2024年7月31日
日 本 銀 行

金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について

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7反対2）^(注)。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%程度で推移するよう促す¹。

2. 長期国債買入れの減額について、月間の長期国債の買入れ予定額を、原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1～3月に3兆円程度とする計画を決定した²（別紙参照）（全員一致）。

3. 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等を決定した³（賛成7反対2）^(注)。

（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、0.25%とする。

（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0.5%とする。

（3）貸出増加支援資金供給等（新規実行分）に対する適用金利

被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.25%とする。貸出増加支援資金供給については、変動金利貸付に変更の

¹ 新たな金融市場調節方針は、翌営業日（8月1日）から適用する。

² CP等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する。

³ 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（8月1日）から適用する。また、金融調節の一層の円滑化を図る観点から、固定金利方式の国債売現先オペを新たに導入することとした。

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0.5%とする（手形割引の取り扱いは現在停止中）。

うえ⁵、実施する。

4. わが国の経済・物価は、これまで「展望レポート」で示してきた見通しに概ね沿って推移している。すなわち、企業部門では、企業収益が改善するもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。家計部門では、個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、底堅く推移している。賃金面では、春季労使交渉で前年を大きく上回る賃上げが実現した大企業だけでなく、幅広い地域・業種・企業規模において、賃上げの動きに広がりが見られている。物価面をみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、賃金の上昇を販売価格に反映する動きが強まってきており、サービス価格の緩やかな上昇が続いている。企業や家計の予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。輸入物価は再び上昇に転じており、先行き、物価が上振れするリスクには注意する必要がある。

こうした状況を踏まえ、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。

5. 今後の金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、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、今回の「展望レポート」で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、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) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員、野口委員。中村委員は、次回の金融政策決定会合で法人企業統計等を確認してから金融市場調節方針の変更を判断すべきであり、今回はそうした考え方を示すにとどめることが望ましいとして反対した。野口委員は、賃金上昇の浸透による経済状況の改善をデータに基づいてより慎重に見極める必要があるとして反対した。

⁵ 貸付利率は、貸付期間中の補完当座預金制度の適用利率の平均値とする。

長期国債買入れの減額計画について

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り、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額していくことが適切である。こうした観点から、2026 年 3 月までの長期国債の買入れは、以下のとおり運営する。

1. 月間の長期国債の買入れ予定額を、原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1 ～ 3 月に 3 兆円程度とする（詳細は、別添）。
2. 来年 6 月の金融政策決定会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、2026 年 4 月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。
3. 長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。
4. なお、必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直すこともある。

以 上

(別 添)

月間の長期国債の買入れ予定額

	月間の長期国債の買入れ予定額
2024 年 7 月 (実績)	5.7 兆円程度
2024 年 8 ～ 9 月	5.3 兆円程度
2024 年 10～12 月	4.9 兆円程度
2025 年 1 ～ 3 月	4.5 兆円程度
2025 年 4 ～ 6 月	4.1 兆円程度
2025 年 7 ～ 9 月	3.7 兆円程度
2025 年 10～12 月	3.3 兆円程度
2026 年 1 ～ 3 月	2.9 兆円程度

(注) 残存期間別等の 1 回当たりのオファー金額や日程等の予定については、従来同様、「長期国債買入れ (利回り・価格入札方式) の四半期予定」で公表する。

(6年9月19、20日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2024年9月19日(14:00～15:41)
9月20日(9:00～11:45)

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	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	寺岡光博	大臣官房総括審議官(19日)
	赤澤亮正	財務副大臣(20日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官(19日、20日9:00～10:42)
	新藤義孝	経済財政政策担当大臣(20日10:43～11:45)

(執行部からの報告者)

理事	加藤 毅
理事	清水誠一
理事	諏訪園健司
企画局長	正木一博
企画局政策企画課長	長野哲平
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	中村康治
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	播本慶子
政策委員会室企画役	木下尊生
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（7月30、31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、0.227～0.229%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、前回会合で決定された減額計画に沿って、月間の買入れ額を2024年7月の5.7兆円程度から4,000億円程度減額し、月間5.3兆円程度のペースで買入れを行った。CP・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、運営した。

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概ね誘導目標水準（0.25%）で推移した。GCレポレートは、一時的な振れを伴いつつも、概ね無担保コールレート並みの水準で推移した。タム物金利をみると、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、8月初に、市場センチメントの急速な悪化や為替円高等を受けて大幅に下落し、その後上昇したが、期間を通じてみても下落となった。長期金利（10年物国債金利）は、米国金利に連れつつ、低下した。国債市場の流動性指標をみると、8月初に多くの市場で相場の急変動が生じた際に一時的に悪化したものの、その後は改善方向の動きとなっている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断DIは、マイナス幅が小幅に縮小した。為替相場をみると、円の対ドル相場は、8月初に円高方向に動いた後、上下に振れを伴って推移し、期間を通じてみても円高方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、円高方向の動きとなった。

3．海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、FRBによる既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長している。欧州経済は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっている。中国経済は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースが鈍化している。中国以外

（注）「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%程度で推移するよう促す。」

の新興国・資源国経済は、I T 関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、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、緩やかな成長が続くと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、F R B の利下げ織り込みが一段と進展し、大幅に低下した。欧州の長期金利も、米国金利に連れつつ、低下した。米国の株価は、8 月初に、市場センチメントが急速に悪化する中で下落したが、その後は、米国経済の先行きに対する過度に悲観的な見方が後退するもとで上昇し、期間を通じてみれば上昇した。この間、新興国通貨は、横ばい圏内で推移した。原油価格は、米国における先行きの景気減速懸念などを背景に、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、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きも、当面、同様の動きが続くとみられる。その後は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、グローバルな I T 関連財の回復などから、増加基調に復していくと見込まれる。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きも、当面、同様の動きが続くとみられる。その後は、グローバルな I T 関連財の回復など、内外需要の動向を反映し、増加基調に復していくと見込まれる。

企業収益は、改善している。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、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、4～6 月に一部自動車メーカーの生産・出荷が再開されるもとで増加したあと、7 月の 4～6 月対比は、サービス消費の緩やかな増加が続くも

とで、家電販売の増加もあって、増加した。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、8月以降の個人消費も、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向や台風などの影響を指摘する声は聞かれるものの、緩やかな増加基調にあるとみられる。消費者マインドは、下げ止まっている。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数をみると、正規雇用は、人手不足感の強い情報通信等を中心に、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向にある。非正規雇用は、対面サービス業などが増加傾向にある一方、労働需給が引き締まるもとで非自発的な理由による非正規雇用が減少傾向にあり、足もとでは横ばい圏内で推移している。一人当たり名目賃金は、春季労使交渉の結果や高水準の企業収益に支えられた賞与の増加を反映して、はっきりと増加している。先行きの雇用者所得は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けると考えられる。実質ベースでも、振れを伴いつつも、前年比プラス基調が徐々に定着していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、下落している。国内企業物価の3か月前比は、国際商品市況の下落などを受けて伸び率を縮小し、小幅のプラスとなっている。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、足もとでは2%台後半のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台後半となっている。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（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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。

（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、上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移している。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。C P 市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、市場のボラティリティ上昇を受けて、一部で起債延期などの動きがみられるが、総じて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、3 % 台半ばとなっている。C P ・社債計の発行残高の前年比は、2 % 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、増加している。

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。

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、8 月初に、米国の景気減速懸念の高まりを契機に世界的な株価下落とドル安が進み、市場センチメントが急速に悪化したとの見方を共有した。また、委員は、その後、米国株価等は反転上昇したものの、米国経済をはじめとする海外経済の先行きは引き続き不透明であり、金融資本市場も引き続き不安定な状況にあるとの認識で一致した。多くの委員は、こうしたもとで8 月入り後のわが国の金融・為替市場の変動が特に大きくなった背景には、これまで蓄積されてきたポジションの巻き戻しが急速に進んだこともあったと指摘した。そのうえで、委員は、現時点ではこうした株価や為替の変動は金融システムなどに大きな影響を及ぼしていないとの認識を共有した。何人かの委員は、その背景として、市場流動性が相応に維持されるもとで、ポジションの調整が比較的短期間に収束したこともあると指摘した。これに関連して、ある委員は、市場動向や資金フローのモニタリング体制を一層整備していく必要があると付け加えた。また、別の一人の委員は、開示や規制の少ないファンドなどの存在感が高まっていることから、あらゆる可能性を念頭にモニタリングしていくことが重要との見解を示した。

海外経済について、委員は、総じてみれば緩やかに成長しているものの、米国経済を中心に、先行き不透明感が高まったとの認識を共有した。ある委員は、多くの国・地域では、インフレ率が鈍化するもと、雇用の維持に政策の重点を移す動きが強まりつつあるとの見方を示した。別のある委員は、1970 年代の変動相場制への移行以降、先進国

の景気サイクルとそれに対応する金融政策は概ね連動してきたが、足もとではサイクルが異なっており、それに伴う市場への影響を含めて、海外経済の動向を予断なく見極める必要があると指摘した。

米国経済について、委員は、F R Bによる既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長しているとの認識で一致した。先行きも、中心的な見通しとしては、インフレ率が低下するもと、F R Bによる利下げも下支えとなつて、景気が緩やかに減速しながらも安定成長を続けると見込まれるとの認識を共有した。何人かの委員は、その背景として、堅調な住宅価格や株価が資産効果を通じて個人消費を支えていることがあると指摘した。ただし、これらの委員を含む多くの委員は、このところ労働市場の先行きや、その個人消費への影響などを巡る不透明感が高まっており、注視が必要となっていると指摘した。このうちの一人の委員は、家計・企業のバランスシートは健全で金融環境も安定しているものの、雇用を中心に底入れが確認できるまで注意深く見極める必要があると付け加えた。複数の委員は、A Iに対する期待感が剥落する場合には、株式市場で大きな調整が生じ、実体経済に影響が及ぶリスクもあるとの見方を示した。また、多くの委員は、米国経済がソフトランディングに向かうとしても、そのために必要な利下げ幅を巡る不確実性は高いとの見方を示した。このうちの一人の委員は、F O M Cメンバーの政策金利見通しが大きくばらつくなど、米国経済やF R Bの利下げペースに関する不確実性が増しており、わが国の為替や企業業績に負の影響を及ぼす可能性に注意が必要であるとの見解を示した。別の委員は、利下げの幅によっては、ドル安・円高、株安となるリスクがあり、この点の見極めには、なお時間を要すると述べた。この間、何人かの委員は、大統領選挙後、財政支出の拡大や保護貿易の強まり、手控えられていた投資の実施などから、インフレが再燃し、米国の中長期の金利が上昇する展開も考えられると指摘した。

欧州経済について、委員は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっているとの認識を共有した。一人の委員は、賃金・物価は落ち着きつつあるものの、地政学的問題の長期化などによるインフレ再燃リスクがあるほか、ドイツを中心に、構造的な産業競争力の低下や若年失業率の高止まりも懸念され、景気の下振れリスクにも注意する必要があるとの見解を示した。

中国経済について、委員は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースが鈍化しているとの見方を共有した。複数の委員は、不動産市場の調整が想定以上に長

引く可能性を指摘した。このうちの一人の委員は、足もとの成長を支えている輸出についても、貿易摩擦の強まりを踏まえると、持続性が懸念されると付け加えた。別の一人の委員は、中国経済の実勢を捉えるためには、公式統計のみならず、様々なオルタナティブデータもみていくことが重要との見解を示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、I T関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、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認識で一致した。大方の委員は、前回会合以降の経済動向は、7月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものとの見方を示した。このうちの一人の委員は、前回会合以降に公表された各種指標は、概ね想定通りか、若干強めだったとの見方を示した。ある委員は、経済・物価が概ね想定通りの動きとなっていると指摘したうえで、これまでの一連の政策変更が金融経済情勢に負の影響を及ぼす兆候はみられていないと付け加えた。別の一人の委員は、国内の賃金・消費・設備投資・企業収益・物価などの最近の指標は、いずれも7月の政策金利の引き上げという判断の適切さを示す内容であったと指摘した。

景気の先行きについて、委員は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。ある委員は、先行きを展望するうえで、賃上げ、価格転嫁の継続といった前向きな企業行動が、今回の市場変動を経ても持続していくかに注目していると述べた。一人の委員は、今回の市場変動が経済・物価に与える影響は小さくなく、経済・物価は見通し通り、オントラックで進んでいるもとで、次回利上げに向けて、当面、消費者物価、来年の春季労使交渉に向けたモメンタム、米国経済の推移に注目していると述べた。

輸出・鉱工業生産について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。ある委員は、世界的なI T関連需要の回復から、N I E s ・ A S E A N向け輸出は増加基調を強めているものの、中国、欧州の景気低迷が足枷となっていると指摘した。

企業収益について、委員は、改善しているとの認識を共有した。あ

る委員は、2023年度の法人企業統計年報では、季報には含まれない小規模事業者も含め、全ての資本金カテゴリーにおいて、経常利益が増加したと指摘した。そのうえで、この委員は、ヒアリング情報等を踏まえると、幅広い企業が原材料価格や人件費などを価格転嫁できているとの見解を示した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善するもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。一人の委員は、近年の設備投資はデジタル化や脱炭素関連など、長期的な視点で行うものが多いほか、人手不足などの制約で実施できていなかった投資案件もあるため、最近の株価下落や海外経済の不透明感の高まりによる設備投資への影響は小さいとの見方を示した。この間、ある委員は、従業員の7割が働く中小企業は、防衛的賃上げが多く、稼ぐ力は力強さに欠けるため、持続的な賃上げの実現に対する不透明感から、消費者の節約志向を生むと指摘した。そのうえで、この委員は、将来不安の払拭に必要な実質賃金増加の定着に向けて、成長志向の中小・中堅企業の価格転嫁力や稼ぐ力の向上、設備投資・M&Aの積極化等について確認する必要があるとの見方を示した。

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、春季労使交渉の結果が所定内給与に反映されてきたことや、企業収益の改善を受けて夏季賞与が大幅に増加したことを受けて、賃金がはっきりと増加していると指摘した。一人の委員は、10月には最低賃金の引き上げが予定されており、このことも賃金を上押ししていくと付け加えた。賃金の先行きについて、多くの委員は、直近の実質賃金がプラス転化したことに言及しつつ、こうした傾向が定着していくか注目していく必要があると述べた。複数の委員は、最近の金融・為替市場の動向が、賃上げ機運に水を差さないか注意する必要があるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、為替円安の修正が急速に進むもとで、原材料価格低下に伴う価格転嫁の巻き戻しや輸出数量の減少が続く、企業業績、賃上げ意欲や個人消費に影響することを懸念していると述べた。

個人消費について、委員は、消費活動指数が増加を続けていることや、最近の高頻度データ・ヒアリング情報等を踏まえると、「底堅く推移」から「緩やかな増加基調」へと評価を変更することが適切であるとの認識で一致した。多くの委員は、その背景として、物価上昇の影響などは引き続きみられるものの、所得環境が改善していることを指摘した。このうちの一人の委員は、これまで長く続いてきた実質賃金低下による押し下げが、和らぎつつあるとの見方を示した。複数

の委員は、株価の下落はあったものの、ヒアリング情報等を踏まえると、今のところ、百貨店等での高額品消費への影響はみられていないと指摘した。このうちの一人の委員は、為替円安が修正されたことは、消費者マインドにプラスに働いている面もあると付け加えた。また、ある委員は、自動車生産の再開により一時的な供給制約が緩和されたことも、耐久財消費の回復に寄与したと指摘した。この間、一人の委員は、身近なものの価格が大幅に上昇してきた中で、今後も需要が維持されるかが重要であると指摘したうえで、賃金動向を注視するとともに、コロナ禍以降、消費者の行動様式が変容していることから、eコマースやディスカウントストアなどの情報を含め、丁寧に情勢を確認していく必要があるとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台後半となっているとの認識で一致した。多くの委員は、物価は、7月の「展望レポート」の見通しに概ね沿って推移しているとの見解を示した。何人かの委員は、サービスを中心に、人件費を価格に転嫁する動きが着実に進展していると指摘した。このうちの一人の委員は、これまで動意がなかった品目の中にも、はっきりと上昇基調を強めるものがみられていると述べた。また、この委員は、既往の為替円安の影響を受ける形で、財価格の中にも上昇基調を強める品目がみられると付け加えた。別の一人の委員は、輸入物価の価格転嫁という物価上昇の第1の力が、賃金上昇を背景とした物価上昇という第2の力に、徐々に置き換わりつつあると述べた。

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。ある委員は、このところの生鮮食品や米価格の上昇は、家計の物価上昇の実感を高めている可能性があるとの指摘した。別の一人の委員は、消費者の側にはまだ価格が上がらないのが当然という意識が根強く残っているようにもみえると指摘したうえで、そうした意識が確かに薄らぎつつあるのか、よく注視していく必要があると述べた。

物価の先行きについて、委員は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用するとの見方で一致した。この間、委員は、消費者物価の基調的な上昇率について、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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見方を共有した。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高いとの認識で一致した。また、委員は、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、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、委員は、特に、このところ、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との認識を共有した。この点に関連して、多くの委員は、前回会合以降、為替円安の修正が進んでおり、輸入物価上昇による物価上振れリスクは減少していると述べた。このうちの一人の委員は、円高進行や原油価格下落から、物価上振れリスクは後退しているが、再びデフレに戻る状況ではないとの見方を示した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。また、委員は、企業の資金調達コストは、上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移しているという評価を共有した。何人かの委員は、政策金利の変更後も実質金利はなお大幅なマイナスであり、緩和的な金融環境が企業の設備投資等を後押ししていくことが見込まれると指摘した。このうちの一人の委員は、現時点では、金融環境の変化が、家計や企業の行動に影響を及ぼしてないと述べた。また、ある委員は、米国の景気減速懸念の高まりを契機に、わが国の金融市場でも値動きが大きくなったが、金融機関や企業・家計のバランスシートが健全であることを踏まえると、その金融環境への影響が大きくなる可能性は低いとの見方を示した。

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。

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、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%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で一致した。

先行きの金融政策運営について、委員は、経済・物価の見通しが実

現していくとすれば、それに応じて、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基本的な考え方を共有した。そのうえで、米国経済をはじめとする海外経済の先行きは引き続き不透明であり、金融資本市場も引き続き不安定な状況にあることを踏まえると、当面は、これらの動向を高い緊張感をもって注視し、わが国の経済・物価見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を、しっかりと見極めていく必要があるとの見方で一致した。また、これまでの政策金利引き上げの経済・物価への影響をみていく必要があるとの認識も共有した。

多くの委員は、政策判断にあたっては、内外の金融市場の動きそのものだけではなく、その変動の背後にある米国をはじめとする海外経済の状況などについても、丁寧に確認していくことが重要であるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、海外経済の不確実性が高まっただけに、市場変動の影響も見極めるため、当面は海外・市場動向を見守り、金融緩和の一段の調整は不確実性が低下した段階にすることが妥当であると述べた。そのうえで、この委員は、現在は、経済活動のサポートのために、緩和的な金融環境を粘り強く続ける我慢の局面であるとの見方を示した。ある委員は、「物価安定の目標」が実現しておらず、金融経済情勢を巡る不確実性が払拭できない中、現時点では本格的な引き締め政策への転換を連想させるような追加的な政策金利の変更は望ましくないとの見解を示した。別の一人の委員は、今後の政策運営は、下方リスクに十分配慮し、データを慎重に確認して進める必要があると付け加えた。

何人かの委員は、最近の為替円安の修正に伴って、輸入物価上昇による物価上振れリスクが減少していることを踏まえると、米国をはじめとした海外経済や金融資本市場の動向が、わが国の経済・物価見通し等に及ぼす影響を見極める時間的な余裕はあると指摘した。一人の委員は、現在のわが国の経済・物価は、一定のペースで利上げをしないとビハインドザカーブに陥ってしまうような状況にはなく、金融資本市場が不安定な状況で、利上げすることはないと指摘した。別の委員は、政策金利は、見通しに大きなマイナスの変化がないことが確認できるのであれば、時間をかけすぎず、引き上げていくことが望ましいとの考えは不変であるが、利上げ自体を目的としているわけではないと述べた。この委員は、日本経済の健全な成長に対する期待に見合う水準程度まで徐々に上げていけることが理想であり、センチメントが実体経済に及ぼす影響も考慮し、政策変更には適切なタイミングを選ぶ必要があると付け加えた。一人の委員は、米国については、

金利上昇・低下の両方向の展開がありうることから、わが国の金融政策についても、状況をしっかりと見極めたうえで、落ち着いて判断していくことが望ましいと指摘した。この間、ある委員は、現時点では市場の動向を確認していくことが適切であるが、先行きの経済・物価情勢次第では、金融資本市場が不安定でも、政策金利の引き上げが適切となることもありうると述べた。そのうえで、この委員は、経済・物価がオントラックで推移していく場合、早ければ 2025 年度後半の 1.0% という水準に向けて、段階的に利上げしていくパスを考えていると付け加えた。

委員は、金融政策に関するコミュニケーションについても議論した。

多くの委員は、7 月の決定会合における政策金利の引き上げが——経済・物価が見通しに沿って推移していけば、金融緩和の度合いを調整していくという方針を示してきた中でも——市場からサプライズと受け止められたことを指摘した。

今後のコミュニケーションについて、ある委員は、今回の経験を踏まえると、追加的な利上げを行う局面では、政策スタンスを始め、市場との対話を従来以上に丁寧に行う必要があるとの見解を示した。別の委員は、経済状況の進展などによって日本銀行の経済に対する見方に変化が生じ、市場の見方との間に齟齬が生じる可能性がある場合には、そのギャップを埋めるべく、可能な限り丁寧なコミュニケーションを行う必要があるとの見方を示した。一人の委員は、経済・物価の不確実性を踏まえると、先行きの政策については——先行きになればなるほど——信認を得られにくいと指摘した。また、別の一人の委員は、今回の経験を踏まえて、期待や予測に重きを置いた政策判断をするのではなく、実体経済の変化の予兆や進捗を示して市場参加者・企業の理解を高めたうえで、データの実績に応じて金融政策を運営するスタンスを示し、理解の浸透を図ることが求められると述べた。この間、複数の委員は、情報発信の空白期間を出来るだけ作らないようにすることが望ましいと指摘した。このうちのある委員は、長らく利上げを行っていなかったこともあり、言葉に対する日本銀行と市場の共通理解が薄れてしまっている面があり、市場とのずれが生じない発信、ずれが生じた場合の適時の修正等、コミュニケーションの改善に努めるべきであるとの見解を示した。また、この委員は、言葉による発信だけでは限界があるので、政策委員による政策金利パスの見通しを公表することもありうると付け加えた。この間、複数の委員は、市場の金利見通しを日本銀行の情報発信により直接変えようと試みるより、日本銀行の経済・物価の見通しや、その背景にあるデータの解釈、政

策運営の考え方などについて繰り返し伝えていくことがより重要であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、中立金利の不確実性が大きいほか、日本銀行の経済・物価の中心的な見通しを巡る不確実性も大きいことを踏まえると、先行きの政策金利の見通しを数値で示しても、その幅はかなり広いものにならざるをえず、分かりやすいコミュニケーションにはつながりにくいのではないかと指摘した。情報発信の内容について、ある委員は、基調的な物価上昇率について、丁寧に情報発信をしていくことが有益であると述べた。この点に関連し、一人の委員は、基調的な物価上昇率は重要な概念だが、情報発信上は、ヘッドラインの物価上昇率が高い水準を続けていることも説明していくべきであると指摘した。別の委員は、不確実性が高いもとでは、中心的な見通しが実現する確度に変化したかが政策運営において重要となるため、この点を丁寧に伝えていく必要があるとの見解を示した。この委員は、こうしたアプローチは米欧の中央銀行の最近の情報発信でも、ある程度共通してみられるものであると付け加えた。これらの議論を踏まえ、委員は、基調的な物価上昇率や経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度について、丁寧な情報発信が必要であるとの認識を共有した。

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。

- わが国経済は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復している。先行きも、雇用・所得環境が改善するもとで、緩やかな回復が続くと見込んでいるが、海外景気の下振れや金融資本市場の変動等には、十分注意する必要がある。
- 日本経済は新たなステージに入りつつある。この動きを確実にするため、今後とも機動的な政策運営に取り組む。
- 日本銀行には、引き続き、政府と緊密に連携し、市場とも丁寧にコミュニケーションを図りながら、2%の物価安定目標の持続的・安定的実現に向け、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。

- 持続的な成長実現のため、政府としては、あらゆる政策を総動員し、物価と賃金の好循環の拡大を図る。
- 予算編成にあたっては、「骨太方針 2024」に沿って、経済成長と財政健全化の両立を図っていく。

- 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。その上で、情報発信を含め、しっかりと金融資本市場とコミュニケーションを図っていただきたい。

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、0.25%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、安達委員、中村委員、
野口委員、中川委員、高田委員、田村委員

反対：なし

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。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. 議事要旨の承認

議事要旨（2024年7月30、31日開催分）が全員一致で承認され、9月26日に公表することとされた。

以 上

2024年9月20日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、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、0.25%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、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横ばい圏内の動きとなっている。企業収益が改善するもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。雇用・所得環境は緩やかに改善している。個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。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、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台後半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）については、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、来年度にかけては、政府による施策の反動等が前年比を押し上げる方向に作用すると考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、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。

リスク要因をみると、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。

る。とくに、このところ、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。

以 上

「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) 厚生労働省「職業安定業務統計」、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」
- (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 フォークキャスト」
- (図表 16) 国土交通省「都道府県地価調査」
- (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」