

通貨及び金融の調節に関する報告書

令和7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 7 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」・・・・・・・・	37
（3）金融経済情勢に関する検討	
イ．6年12月の会合・・・・・・・・	47
ロ．7年3月の会合・・・・・・・・	49
（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・	52
ロ．長期国債の買入れ・・・・・・・・	63

ハ．金融政策の多角的レビュー・・・・・・・・・・・・・・・・	63
（５）金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・・・・・	70
（６）金融政策の多角的レビュー・・・・・・・・・・・・・・・・	71
３．金融市場調節の実施状況・・・・・・・・・・・・・・・・	79
４．日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・・・・・	81
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・・・・・・・・・・・・	83
２．金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・・・・・	132
３．金融政策決定会合議事要旨・・・・・・・・・・・・・・・・	134
参考計表・資料一覧・・・・・・・・・・・・・・・・	210

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6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、下期後半には一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられたが、基調としては横ばい圏内の動きを続けた。企業収益は改善傾向にあり、企業の業況感は良好な水準を維持した。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、物価上昇の影響などから下期後半には消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった。

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、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、2%台前半から3%台前半のプラスで推移した。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、市場センチメントが、2月半ば頃までは改善方向の動きを続けていたが、その後、米国の経済指標の市場予想比下振れや、各国の通商政策に対する懸念の高まり等を受けて、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）が、1月の金融政策決定会合までの間は0.25%程度で、また1月の会合で金融市場調節方針が変更された後は0.5%程度で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、海外金利に連れつつ、総じて堅調な経済指標やそれを受けた先行きの金融政策運営に対する見方の変化などを背景

に、上昇した。

株価（日経平均株価）は、2月半ばにかけて横ばい圏内で推移した後、米国の経済指標が市場予想対比で下振れたことなどをきっかけに下落し、3月末には35千円台となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、上下に振れを伴って推移したが、期間を通じてみれば円安ドル高方向の動きとなり、3月末には149円台となった。円の対ユーロ相場も、期間を通じてみれば、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、緩やかな増加が続けた。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、2%台後半から3%台前半で推移した。CP・社債計の発行残高の前年比は、2%台後半から4%台後半で推移した。

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、長期国債買入れ額が減少するもとで、マイナス幅が拡大した。マネースtock（M2）の前年比は、0%台後半から1%台前半で推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

7. 6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月と12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、0.25%程度で推移するよう促す。

1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、0.5%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、0.5%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0.75%とする。

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、「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、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、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。そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある。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、「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、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、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」との考え方をそれぞれ示した。

このほか、1月の会合では、貸出増加支援資金供給について、予定通り7年6月末をもって新規の貸付けを終了するとともに、本資金供給を円滑に終了する観点から、経過措置として、7月以降、7年中は、満期到来額の半分を上限として、貸付期間1年の借り換えを認めることを決定した。

（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、729.8兆円（前年比－3.5%）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6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、下期後半には一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられたが、基調としては横ばい圏内の動きを続けた。企業収益は改善傾向にあり、企業の業況感は良好な水準を維持した。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、物価上昇の影響などから下期後半には消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持した。住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった。

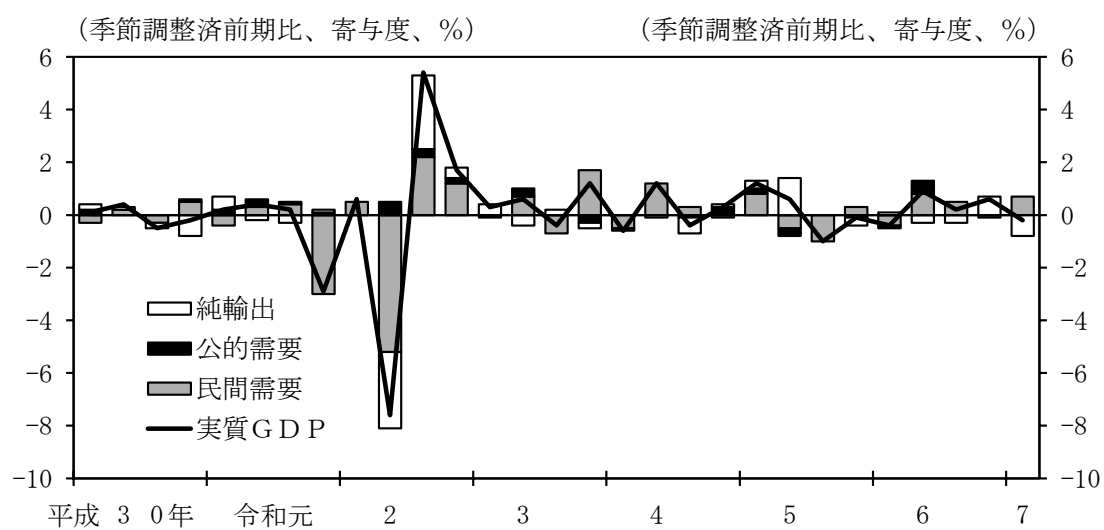
以上の経済情勢のもとで、6年度下期の実質GDPは、上期対比で増加した（図表1）。

(図表1) 実質GDPの推移

(1) レベル



(2) 前期比



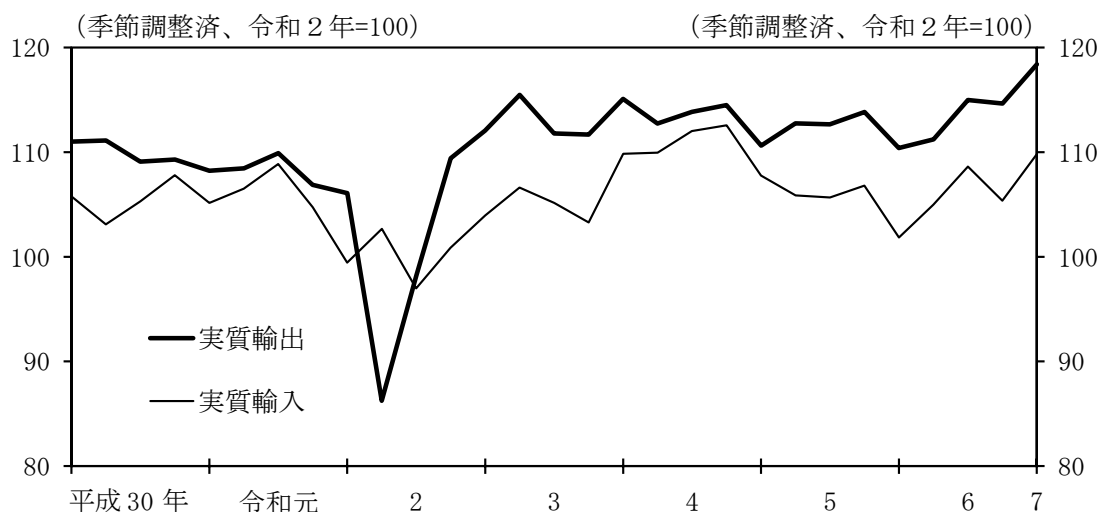
(注) 図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照 (以下の図表についても同様)。

（輸出は、下期後半には一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられたが、基調としては横ばい圏内の動きを続けた）

輸出は、下期後半には一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられたが、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、下期前半に米国の港湾ストライキの影響から減少したあと、下期後半には、一部の自動車部品等で関税引き上げに伴う駆け込みとみられる輸出増加が発生したことから、はっきりと増加した。EU向けは、同地域の設備投資が低迷したもとで、資本財を中心に弱めの動きが続いた。中国向けは、中国経済の減速や半導体製造装置の需要一服を背景に、低水準で横ばい圏内の動きが続いた。N I E s ・ A S E A N等向けは、一部スマートフォン向け部材に弱めの動きがみられたものの、グローバルなA I 関連需要が堅調に推移するもとで、下期後半には米国の関税引き上げに伴う情報関連の駆け込み輸出も発生したことから、増勢が強まった。

輸入は、横ばい圏内の動きとなった（図表2）。

（図表2）実質輸出入¹



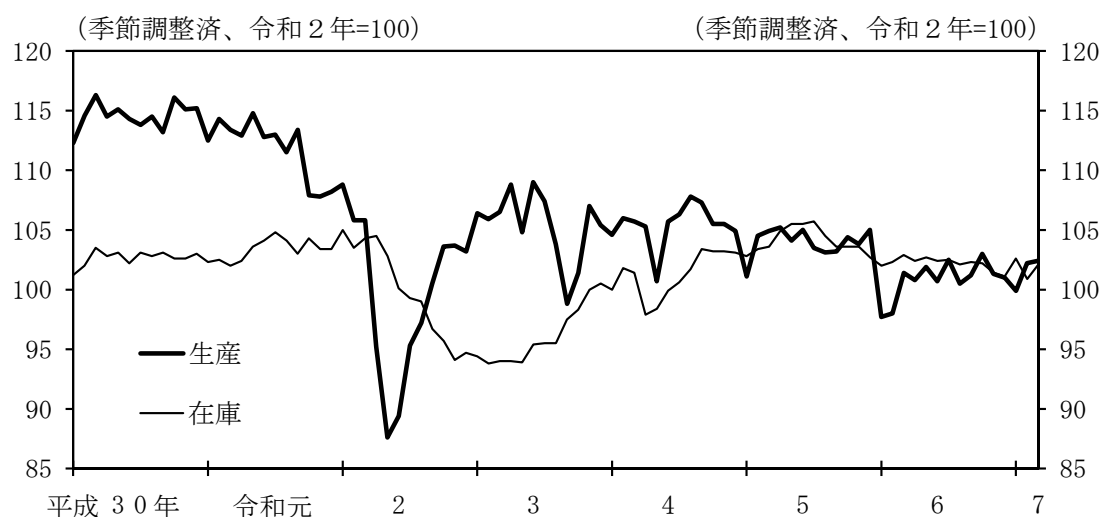
¹ 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。

（鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けた）

鉱工業生産は、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、台風による自動車の工場稼働停止の影響が剥落したもとで、下期後半には米国の関税引き上げに伴う一部自動車部品の駆け込みの動きもあって、増加した。電子部品・デバイスは、一部スマートフォン向け部材の弱さと、データサーバーなどのAI関連需要の増加が概ね相殺し、横ばい圏内の動きとなった。

在庫は、供給過剰感の強い化学製品やスマートフォン向け部材の在庫調整を背景に、緩やかな減少傾向を続けた。

（図表3） 鉱工業生産

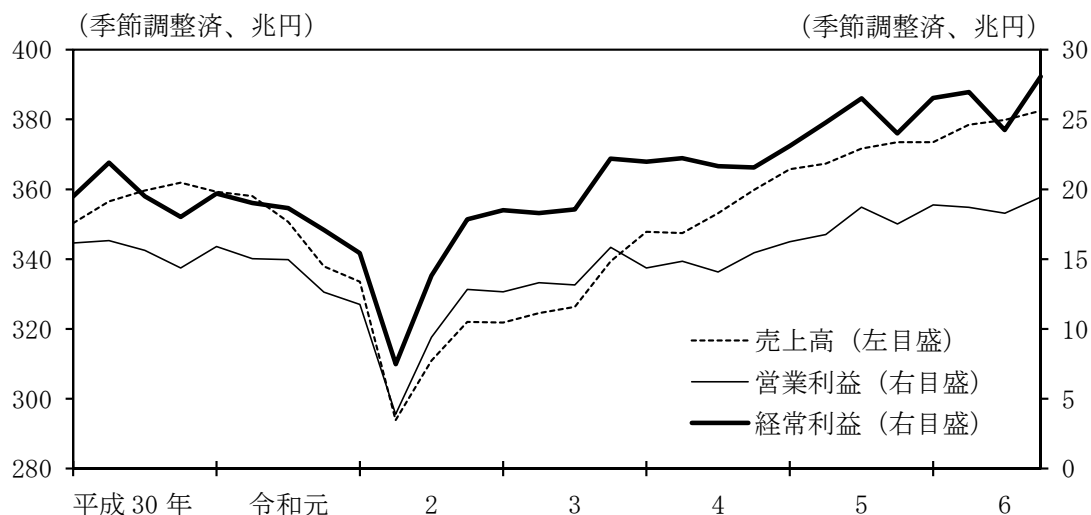


（企業収益は改善傾向にあり、企業の業況感は良好な水準を維持した。設備投資は緩やかな増加傾向をたどった）

企業収益について、法人企業統計の経常利益をみると（図表4）、円安進行に伴う営業外収益の増加を主因に、大きめの増益となった。営業利益も、A I 関連需要の堅調さや設備投資関連の受注増加、価格転嫁の進展などから、増益となった。

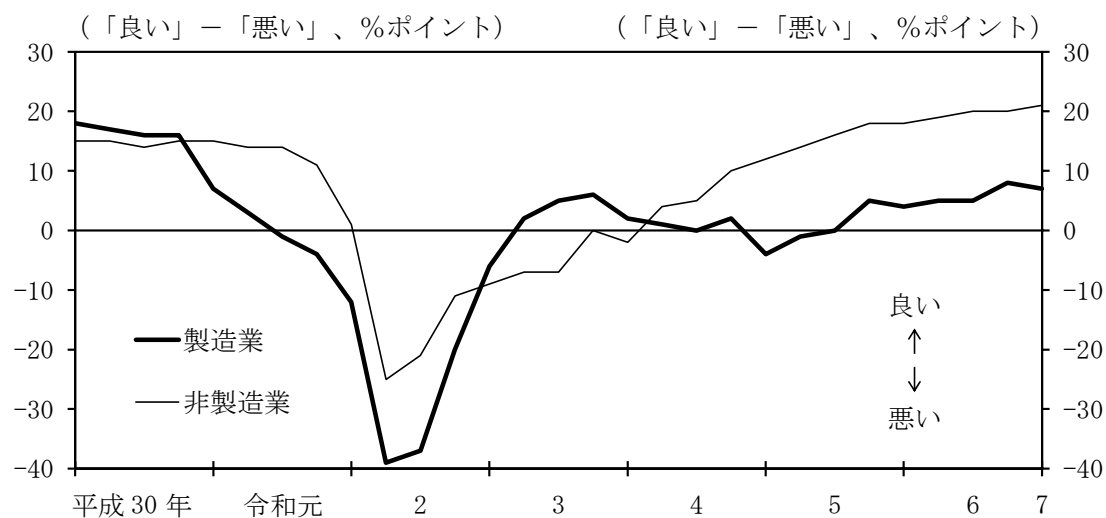
短観でみた企業の業況感は、良好な水準を維持した（図表5）。製造業の業況判断D I は、価格転嫁の進展や設備投資関連の受注増加から、改善した。非製造業の業況判断D I は、インバウンド需要や国内のサービス需要が底堅く推移するもので、価格転嫁の動きが幅広く進展したことから、高い水準で推移した。

（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。

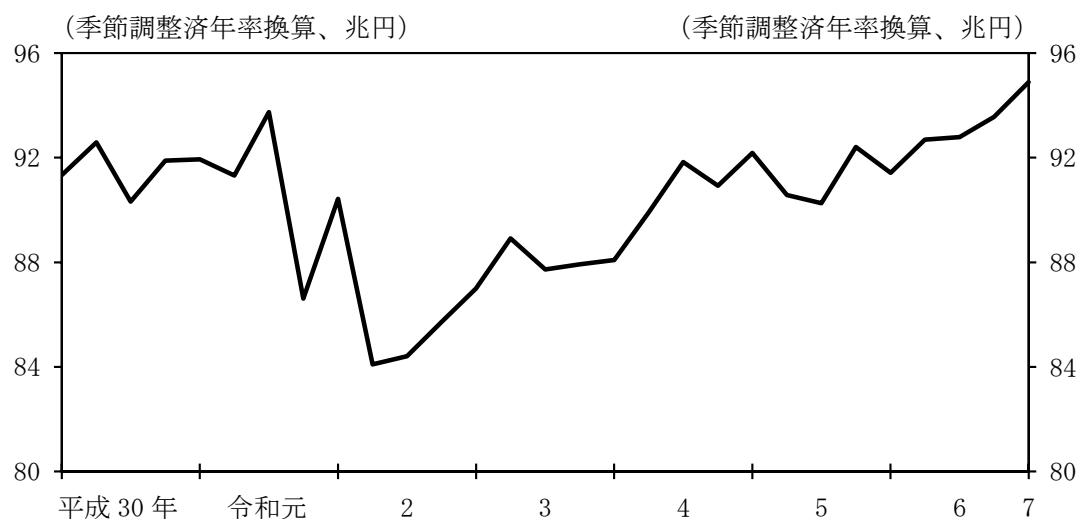
(図表 5) 企業の業況判断D I (短観)



(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)。

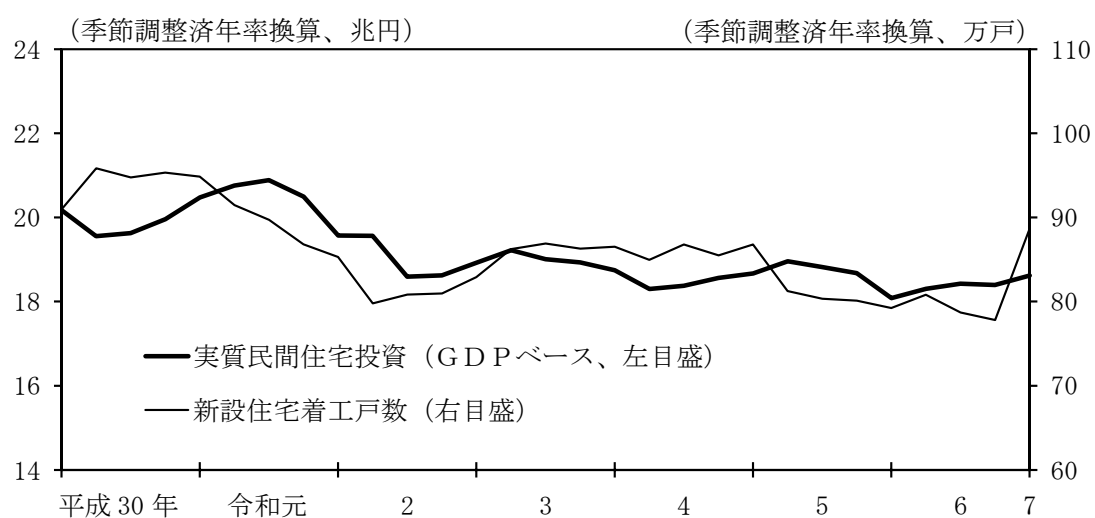
(図表 6) 設備投資 (実質、GDP ベース)



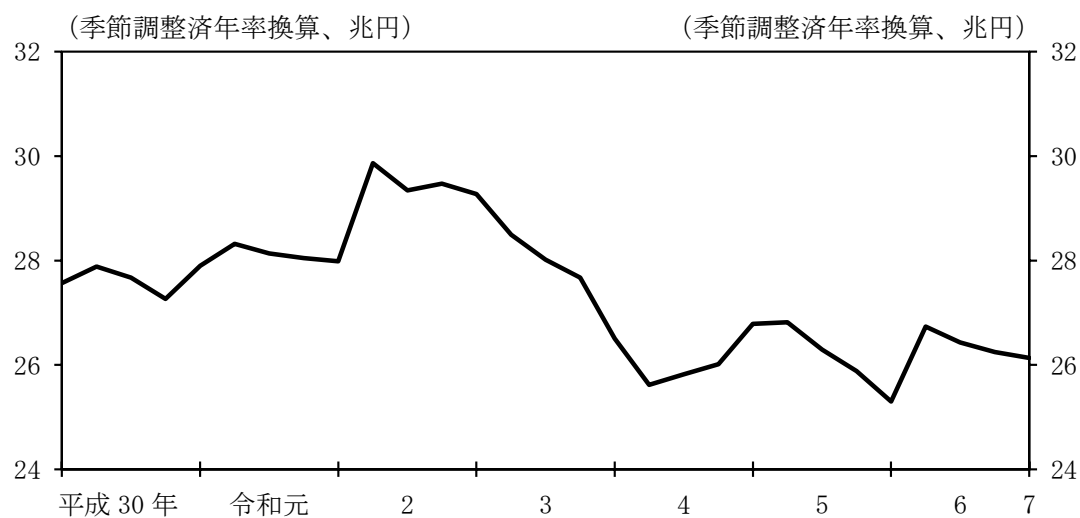
（住宅投資は弱めの動きとなった。公共投資は横ばい圏内の動きとなった）

住宅投資は、住宅価格の上昇などから、弱めの動きとなった（図表7）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、減少傾向をたどったが、下期末にかけては、建築基準法改正前の駆け込みとみられる動きから増加した。公共投資は、国土強靱化関連工事等が進捗するもとの、横ばい圏内の動きとなった（図表8）。

（図表7）住宅投資



（図表8）公共投資（実質、GDPベース）

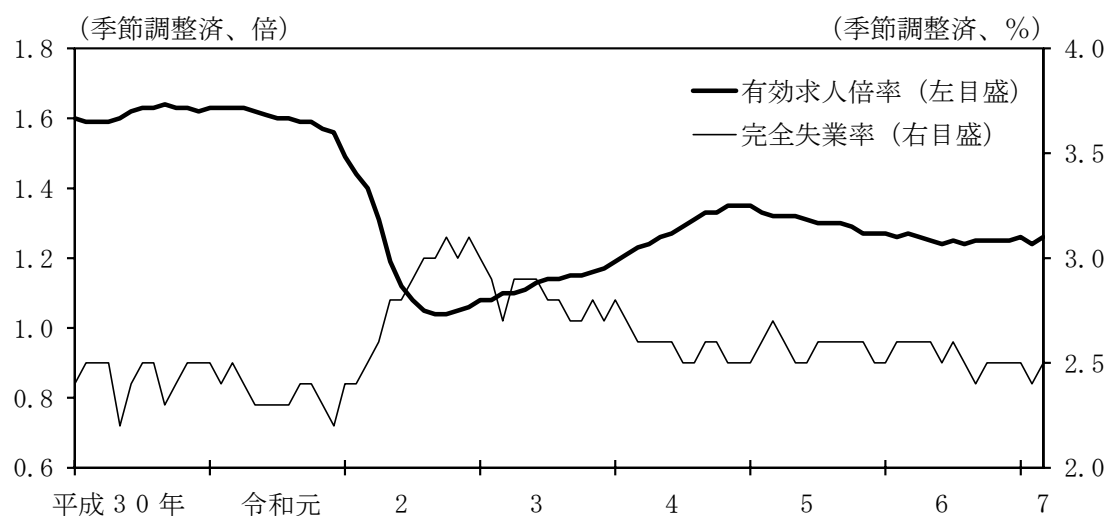


（雇用・所得環境は緩やかに改善した）

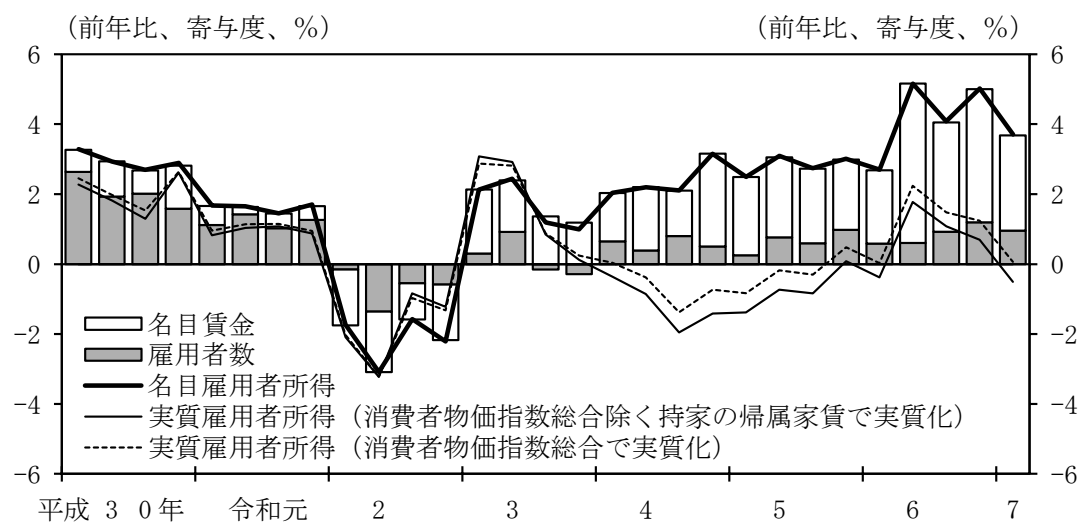
労働需給についてみると（図表 9）、完全失業率は、低水準で推移した。有効求人倍率は、横ばい圏内の動きとなった。

雇用者所得は、名目ベースでは、はっきりと増加した。実質ベースの前年比は、プラスで推移したあと、物価上昇の影響から下期後半にはゼロ%程度となった（図表 10）。内訳をみると、名目賃金は、はっきりと増加した。所定内給与が、高めの伸びを続けたほか、特別給与（冬季賞与）も、企業収益の改善傾向が続いたもとで増加した。雇用者数は、着実な増加を続けた。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、緩やかな増加傾向をたどった。非正規雇用は、対面型サービス業などでは増加傾向をたどった一方、人手不足感の強いなか、非正規雇用から正規雇用への切り替えが進むもとで、コロナ禍直前を下回る水準で横ばい圏内の動きを続けた。

（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。7 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、物価上昇の影響などから下期後半には消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持した）

個人消費は、物価上昇の影響などから下期後半には消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持した（図表 11(1)）。内訳をみると（図表 11(2)）、耐久財消費は、緩やかな増加傾向をたどった。非耐久財消費は、食料品価格の上昇により消費者の節約志向が強まるもとで、減少傾向が続いた。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、下期前半には横ばい圏内で推移したあと、下期後半には米や生鮮食品などの食料品価格上昇を主因に、悪化傾向をたどった。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）は、下期前半には所得環境の改善などを受けて改善したあと、下期後半には米や生鮮食品などの食料品価格上昇を主因に、悪化傾向をたどった。

（図表 11） 個人消費

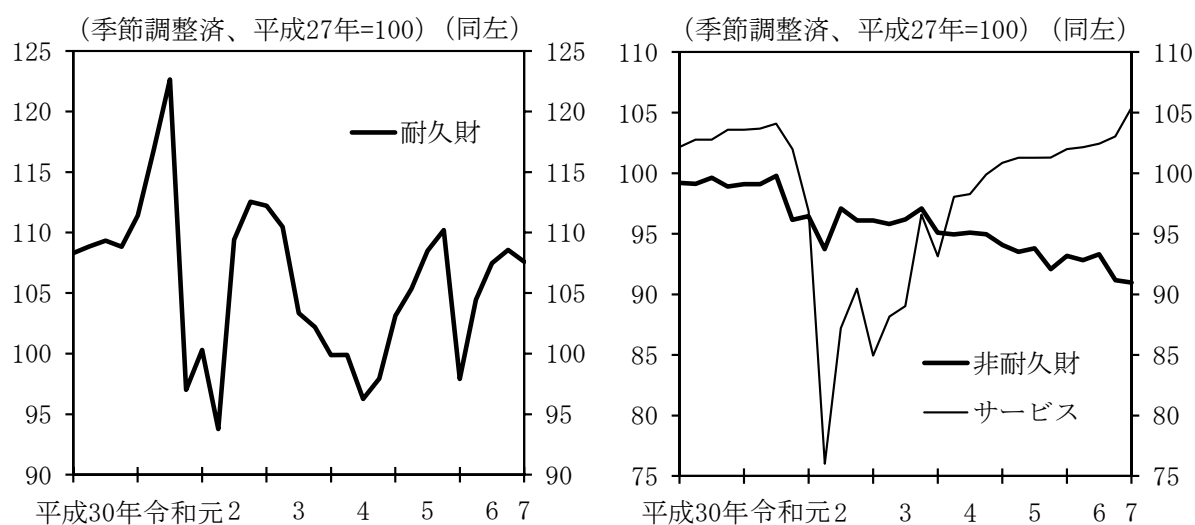
（１） 個人消費（実質）



（２）消費活動指数（実質）の内訳

＜耐久財消費＞

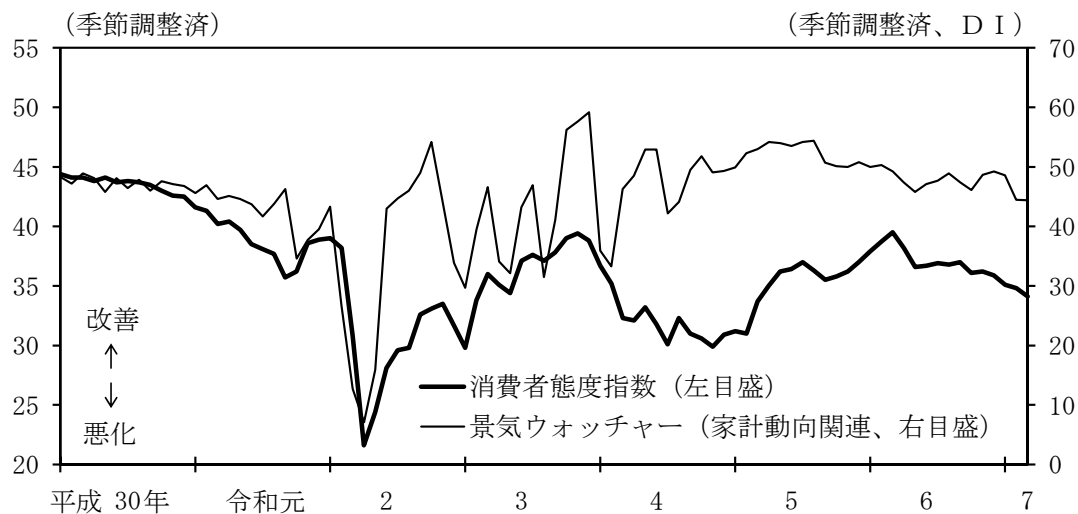
＜非耐久財・サービス消費＞



（注１）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。

（注２）消費活動指数の7年第1四半期は、1～2月の値。

（図表 12）個人消費関連のマインド指標



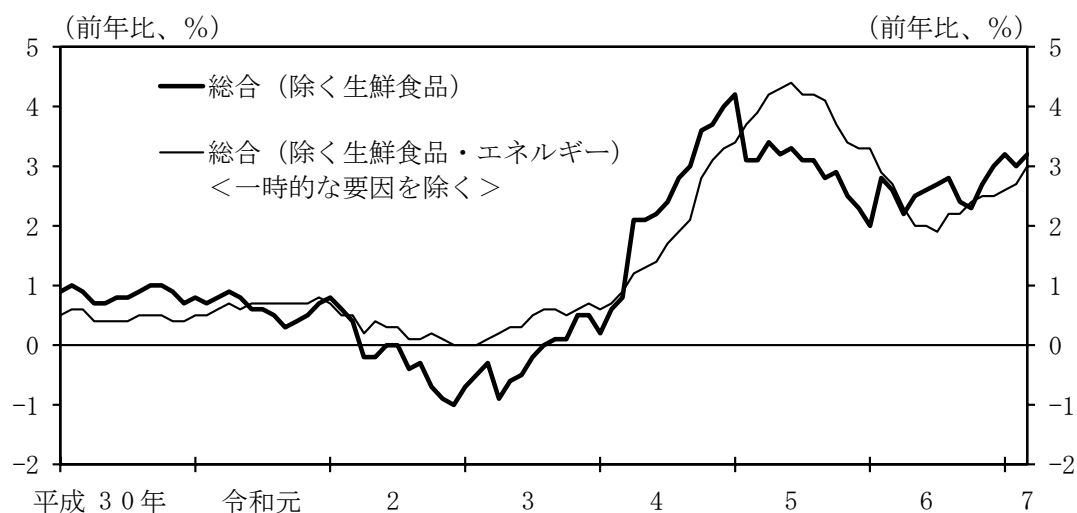
（注）景気ウォッチャー（家計動向関連）は、景気の現状判断D I。

(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、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、2%台前半から3%台前半のプラスで推移した（図表13）。内訳をみると（図表14）、財は、米などの食料品価格上昇の影響から、プラス幅が拡大した。一般サービスは、原材料コストや人件費等の上昇を販売価格に転嫁する動きが続いたものの、前年の外国パック旅行費の調査再開に伴う押し上げ効果の剥落を主因に、下期後半はプラス幅を縮小した。公共料金は、政府による電気・ガス代の負担緩和策による振れを伴いつつも、プラスで推移した。

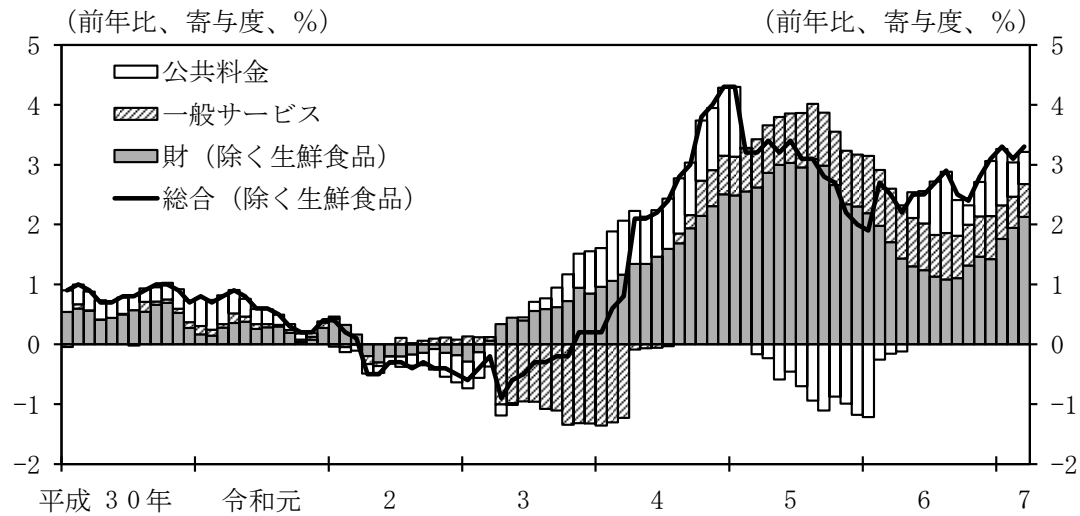
予想物価上昇率は（図表15）、緩やかな上昇を続けた。

（図表13）消費者物価



（注）総合（除く生鮮食品・エネルギー）＜一時的な要因を除く＞は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

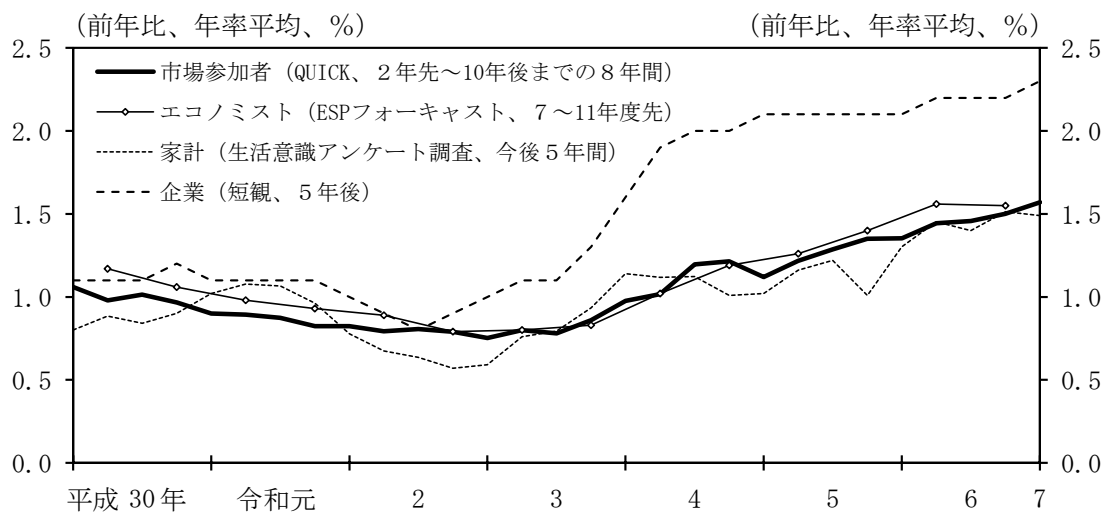
(図表 14) 消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳



(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) 消費者物価指数は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く(2年4月以降は、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値)。

(図表 15) 予想物価上昇率



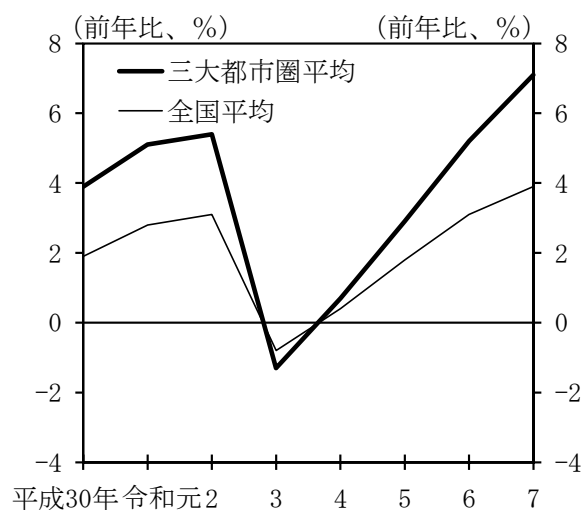
(注 1) 家計は、5 択選択肢情報を用いた修正カールソン・パーキン法による。

(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)。

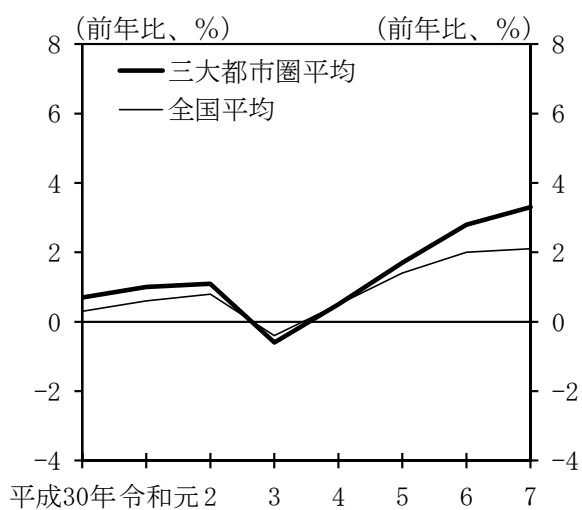
地価を地価公示（1月時点）の前年比で見ると（図表16）、経済の回復を受けて、全国平均、三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均のいずれも、商業地、住宅地ともにプラス幅の拡大を続けた。

（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

6 年度下期の海外経済は、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、％）

		5年 10-12月期	6年 1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	7年 1-3月
米 国		3.2	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.3
ユーロエリア		0.2	1.3	0.7	1.7	1.0	1.3
新興 国・ 地域	中 国	5.3	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4
	イ ン ド	9.5	8.4	6.5	5.6	6.2	-
	N I E s	3.2	4.2	3.3	2.9	2.3	2.3
	A S E A N 4	4.2	4.4	4.9	4.7	4.7	4.5

（注）N I E s および A S E A N 4 は、IMF 公表の GDP ウェイト（購買力平価基準）を用いて算出。

米国経済は、下期後半は一部に弱めの動きもみられたが、緩やかな成長を維持した。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、ひと頃に比べてはっきりと低下したものの、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、11 月と 12 月の会合でそれぞれ 0.25%ポイント引き下げ、4.25～4.50%とした。先行きの政策金利に関しては、「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。バランスシートの縮小については、3 月の会合で 4 月より国債保有額の削減ペース（月間償還額の上限）を従来の 250 億ドルから 50 億ドルまで減速させることを決定した。エージェンシー債、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の保有額の削減ペースは 350 億ドルに据え置いた。

ユーロエリア経済は、製造業を中心に弱めの動きとなった。消費者物価の前年

比は、総合ベース、コアベース（エネルギー・食料・アルコール・たばこを除く）ともに、ひと頃に比べてはっきりと低下したものの、均してみれば2%を上回って推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、中銀預け金金利を10月、12月、1月、3月にそれぞれ0.25%ポイント引き下げ、2.50%とした。今後の政策運営については「とりわけ不確実性が高まっている現状においては、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や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、政策面の下支えを受けつつも、不動産市場などの調整による下押しが続くもとで、改善ペースが鈍化傾向をたどった。消費者物価の前年比は、6年の政府目標（3%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、7年の財政政策スタンスを積極化したうえで、財政赤字の拡大や特別国債の増発などを通じた景気刺激策を決定した。金融政策面では、中国人民銀行は、財政政策と同様に政策スタンスを積極化するもとで、政策金利や預金準備率を適切な時期に引き下げる方針を示した。

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範囲内で推移した。金融政策面については、多くの国でインフレ率がインフレ目標の上限を下回るもとで、政策金利を引き下げる国が増加した。

2. 金融面の動向

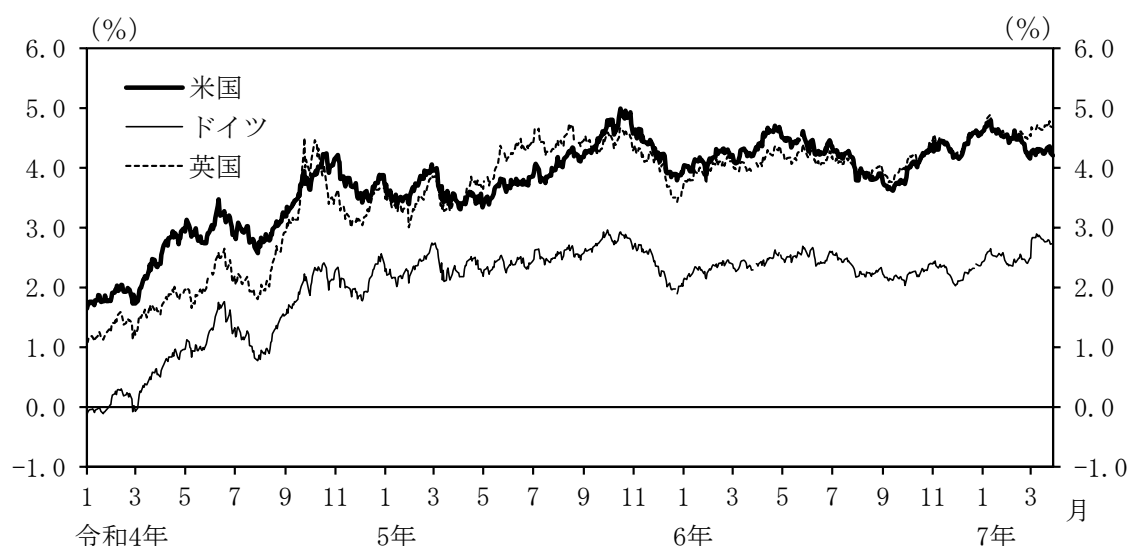
(1) 国際金融市場

令和6年度下期の国際金融市場をみると、市場センチメントが、2月半ば頃までは改善方向の動きを続けていたが、その後、米国の経済指標の市場予想比下振れや、各国の通商政策に対する懸念の高まり等を受けて、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11月と12月に政策金利を引き下げたもとで、低下した。ユーロエリアでは、インターバンクの翌日物金利やターム物金利は、欧州中央銀行が10月、12月、1月、3月に政策金利を引き下げたもとで、低下した。

主要国の長期金利（国債10年物利回り）をみると、米国では、堅調な経済指標を受けた米国連邦準備制度の利下げ織り込みの後退等から本年初にかけて上昇したあと、通商政策を巡る不確実性が高まるもとで、経済指標の市場予想比下振れ等を受けて3月末にかけて低下した。欧州では、米国金利に連れて上昇したあと、3月初旬には、防衛支出増額を巡る動きから国債需給悪化に対する警戒感が高まり、一段と上昇した（図表18）。

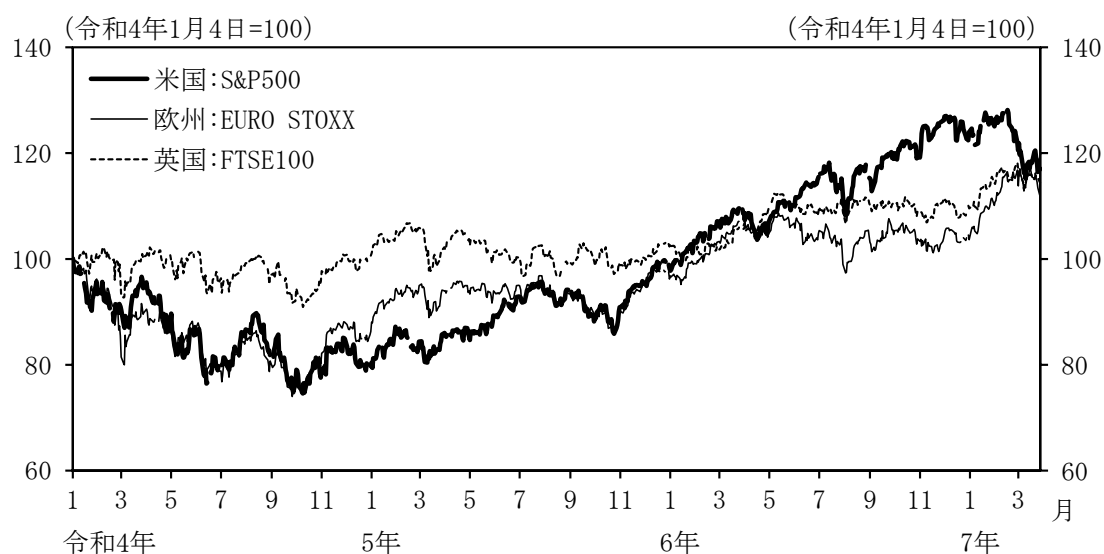
（図表18）米欧の長期金利（国債10年物利回り）



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、2月半ばにかけては、拡張的な財政政策や規制緩和への期待等を受けて上昇したが、その後、経済指標の市場予想比下振れや通商政策に対する懸念の高まり等を受けて下落に転じ、期間を通じてみれば下落となった。欧州株価（EURO STOXX）は、欧州中央銀行の利下げ期待が下支えとなるもとで、先行きの企業業績の改善期待の高まり等を受けて、上昇した。この間、英国株価（FTSE 100）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、各国の通商政策に対する警戒感などから下落した。

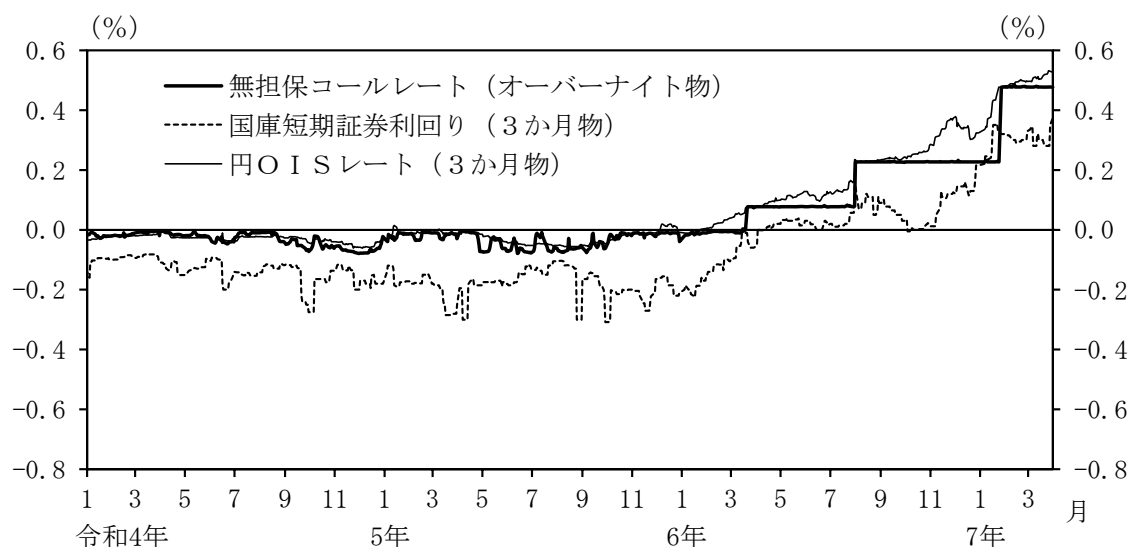
為替市場をみると、多くの新興国・地域の通貨は、米国金利の上昇を背景としたドル高の流れのなかで、ドルに対して減価したあと、3月末にかけては米国金利の低下に連れて幾分増価した。

国際商品市場をみると、原油（WTI）価格は、本年初にかけて、米国の寒波を受けた需要増加への期待から一時的に上昇する場面もみられたが、その後は米国の経済指標の市場予想比下振れ等から低下し、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。銅価格や農産物価格は、通商政策を巡る思惑による振れを伴いつつ、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。金価格は、本年初以降、通商政策を巡る不確実性の高まりなどを背景に上昇した。

（２）短期金融市場

6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）が（図表 20）³、1月の金融政策決定会合（以下「会合」という）までの間は0.25％程度で、また1月の会合で金融市場調節方針が変更された後は0.5％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、振れを伴いつつ、上昇した。国庫短期証券利回り（3か月物）も、上昇したが、国内外の投資家からの需要の強さを映じて、相対的には低めの水準での推移となった。

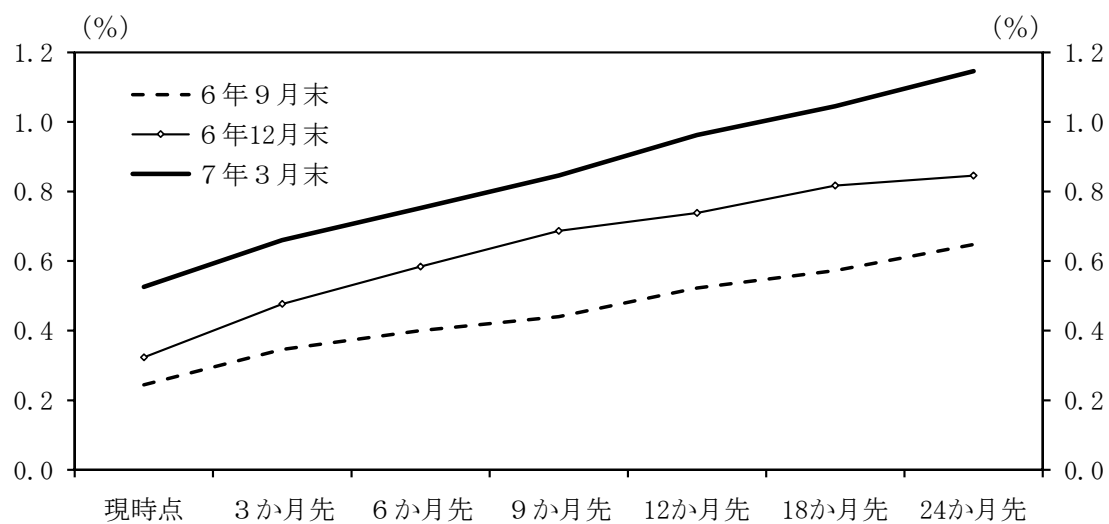
（図表 20）短期金融市場金利



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O I Sのフォワードレートは（図表 21）、上昇した。

（図表 21）円O I Sのフォワードレート



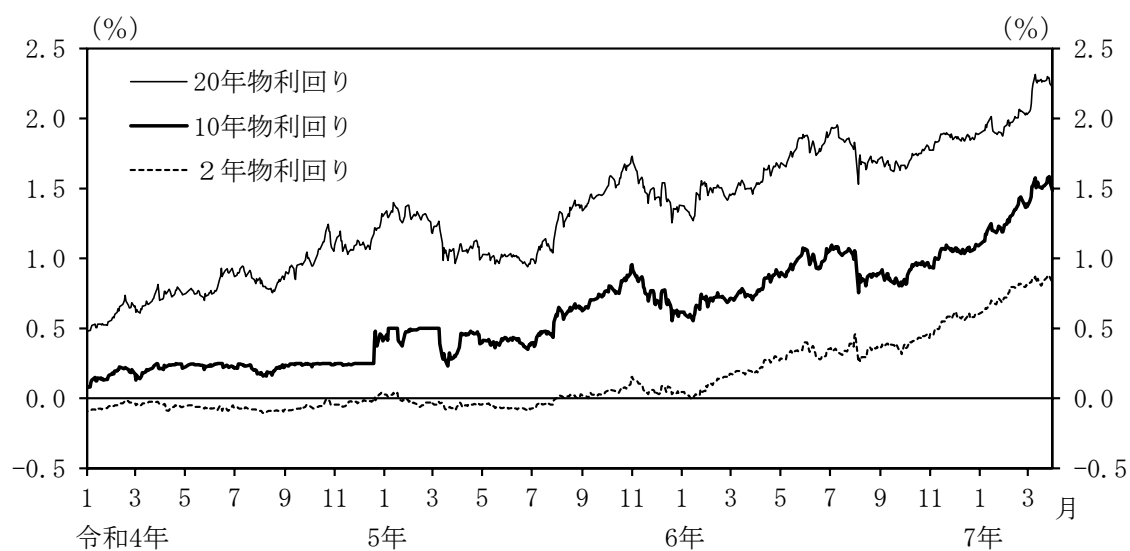
（注）現時点は、3か月物のO I Sレート。3か月先、6か月先、9か月先は、各3か月間、12か月先、18か月先は、各6か月間、24か月先は、12か月間のフォワードレートをO I Sレートから算出。円O I Sのフォワードレートは、基本的には各期間の無担保コールレート（オーバーナイト物）の市場見通しを反映する。

(3) 債券市場

6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、海外金利に連れつつ、総じて堅調な経済指標やそれを受けた先行きの金融政策運営に対する見方の変化などを背景に、上昇した。

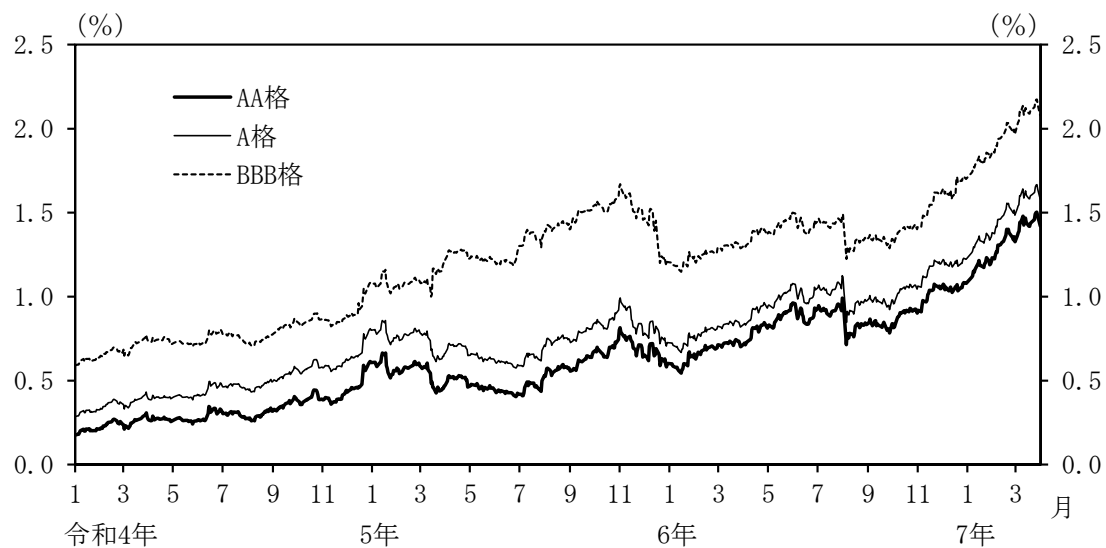
短中期国債（2 年債）および超長期国債（20 年）の流通利回りも、上昇した。

（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、上昇した。

（図表 23）社債流通利回り

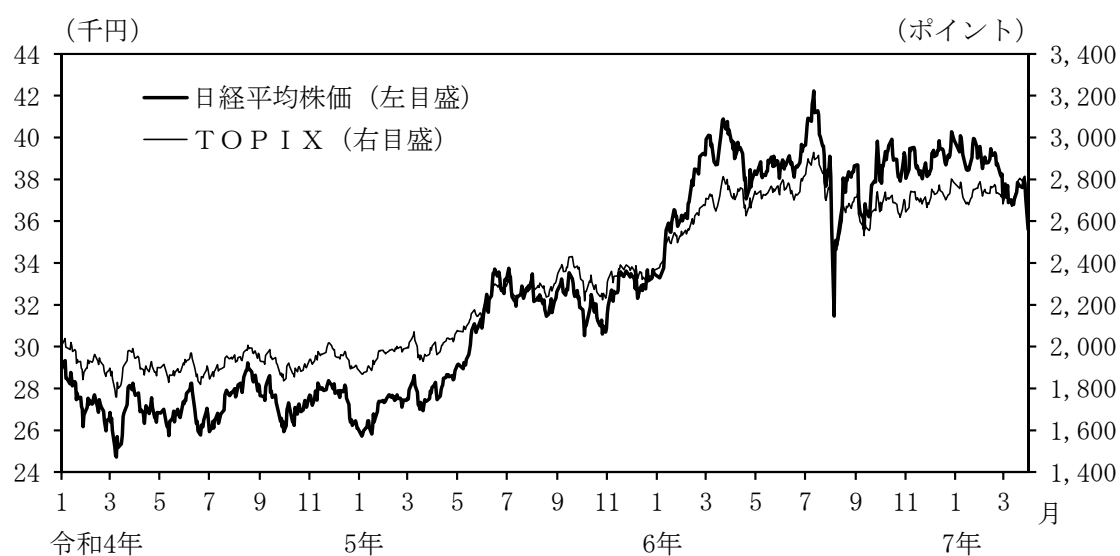


（注）残存年数3年以上7年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。格付けは格付投資情報センターによる。

(4) 株式市場

6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、2月半ばにかけて横ばい圏内で推移した後、米国の経済指標が市場予想対比で下振れたことなどをきっかけに下落し、3月末には35千円台となった。

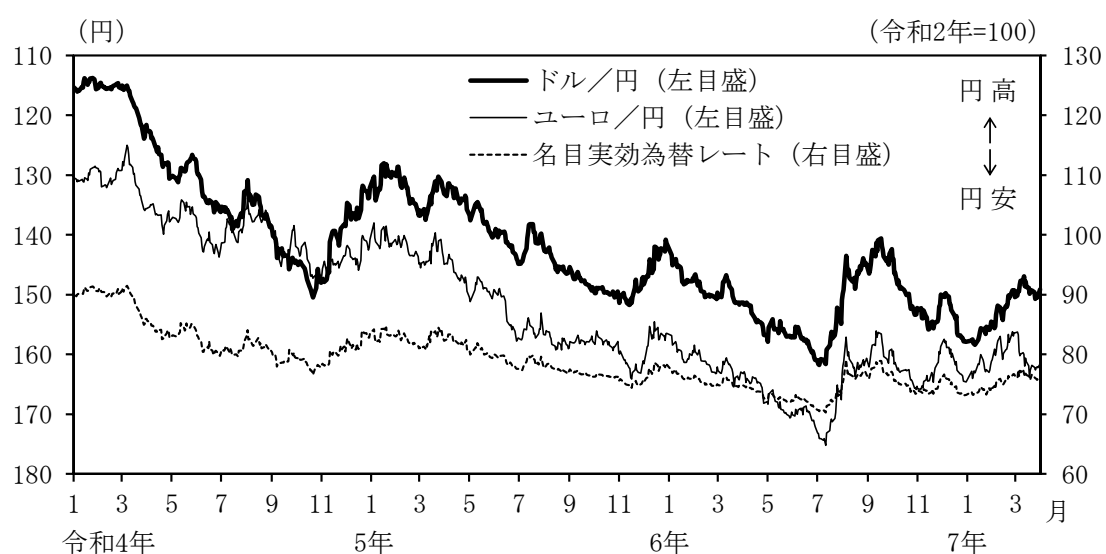
（図表 24）株価



（５）外国為替市場

6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、上下に振れを伴って推移したが、期間を通じてみれば円安ドル高方向の動きとなり、3月末には 149 円台となった。円の対ユーロ相場も、期間を通じてみれば、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、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。

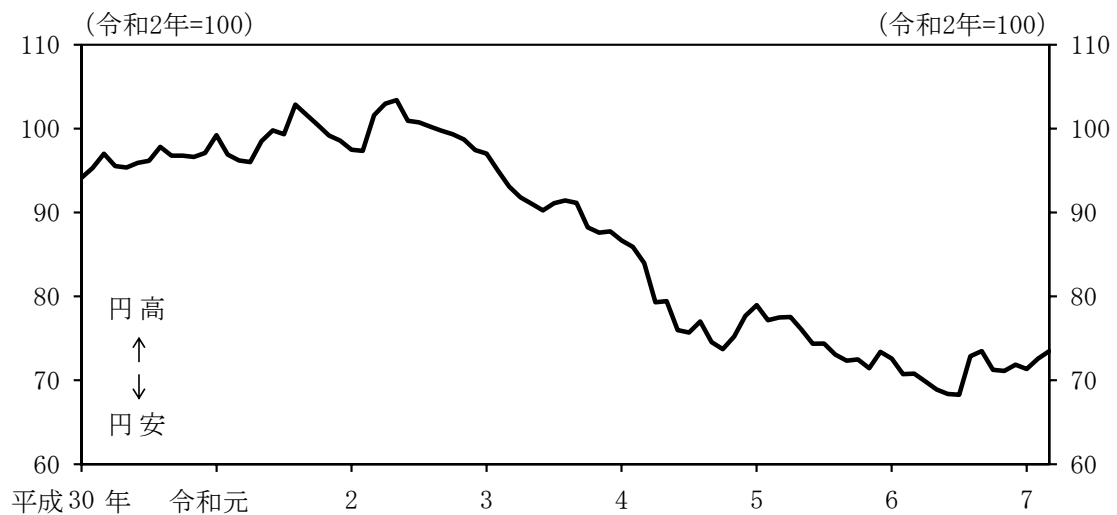
（図表 25）円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



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、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。

（図表 26）円の実質実効為替レート

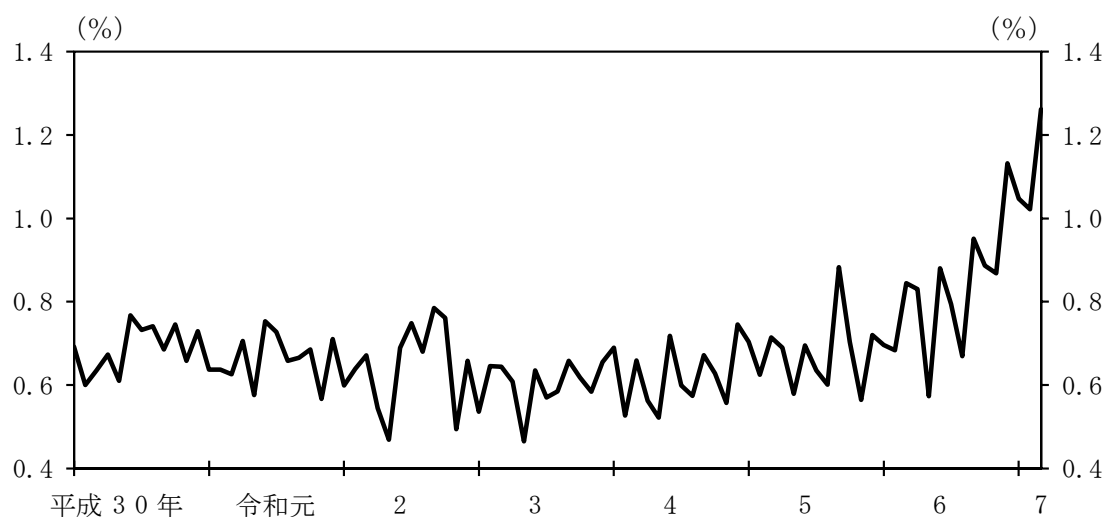


⁵ 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

(6) 企業金融

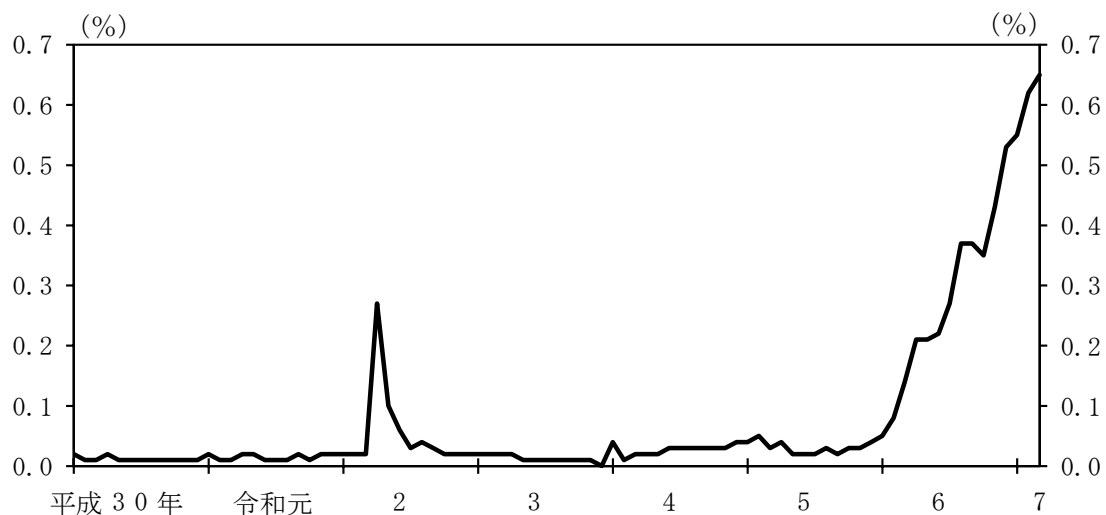
6年度下期において、企業の資金調達コストは、上昇した。貸出金利をみると(図表 27)、国内銀行の貸出約定平均金利(新規実行分)は、上昇した。

(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・社債の発行金利は(図表 28)、上昇した。

(図表 28) CP発行金利(3か月物)

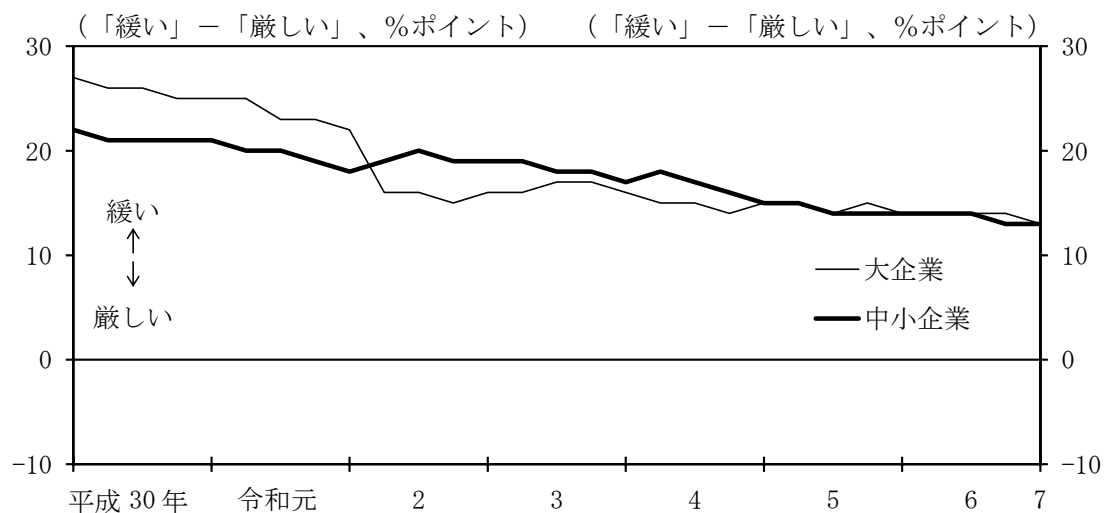


(注) 新発利回り。a-1格相当の格付け取得先についての短期社債(電子CP)の平均。

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、緩やかな増加を続けた。

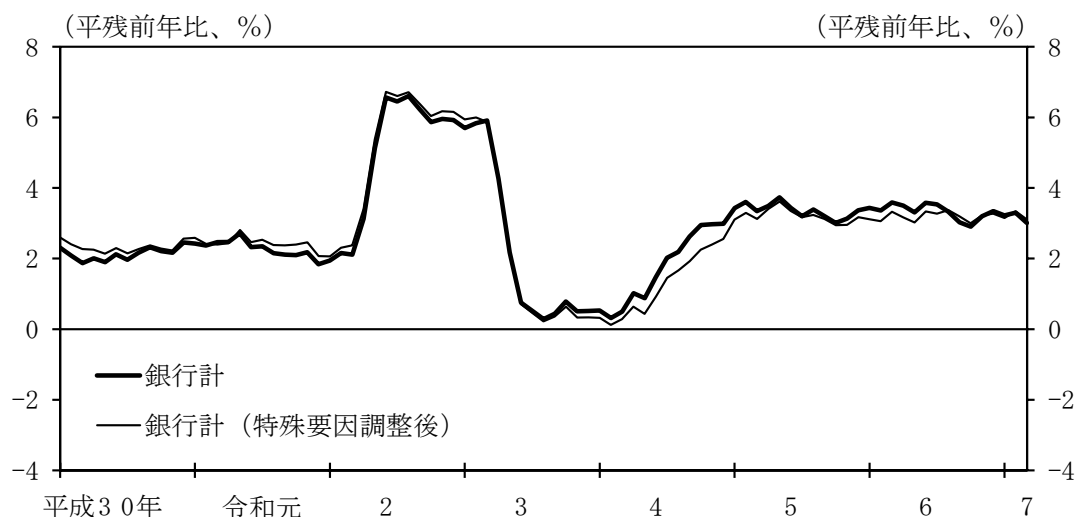
（図表 29）金融機関の貸出態度判断D I（短観）



（注）全産業ベース（図表 32 も同様）。

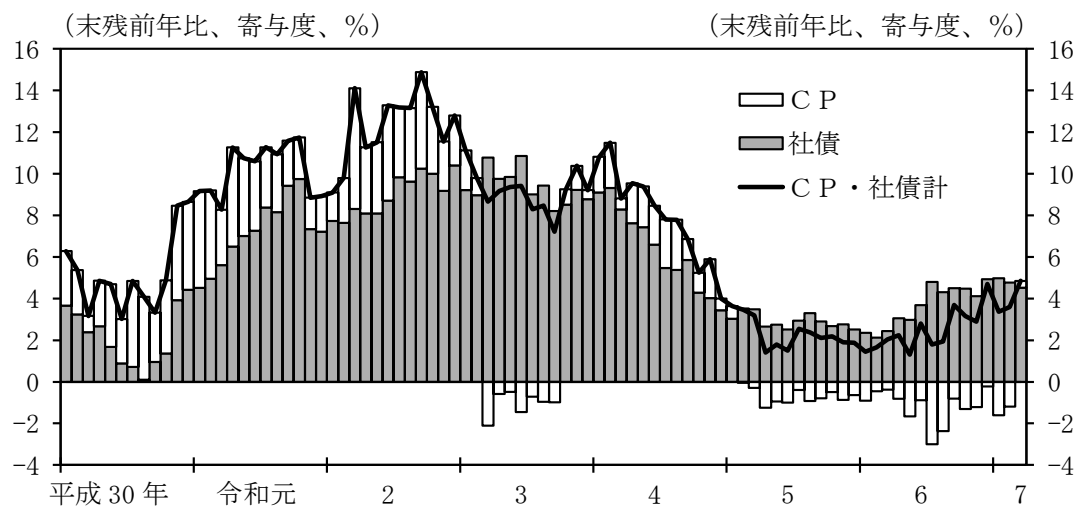
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 30）⁶、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、2 % 台後半から 3 % 台前半で推移した。C P・社債計の発行残高の前年比は（図表 31）、2 % 台後半から 4 % 台後半で推移した。

（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）C P・社債発行残高

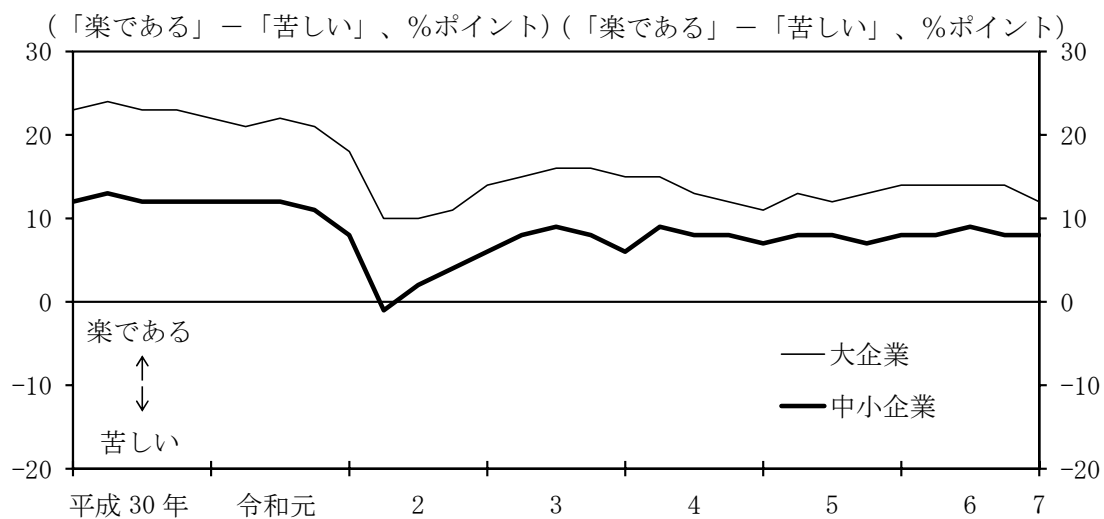


（注）C P発行残高は、短期社債（電子C P）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、A B C Pは含む）。

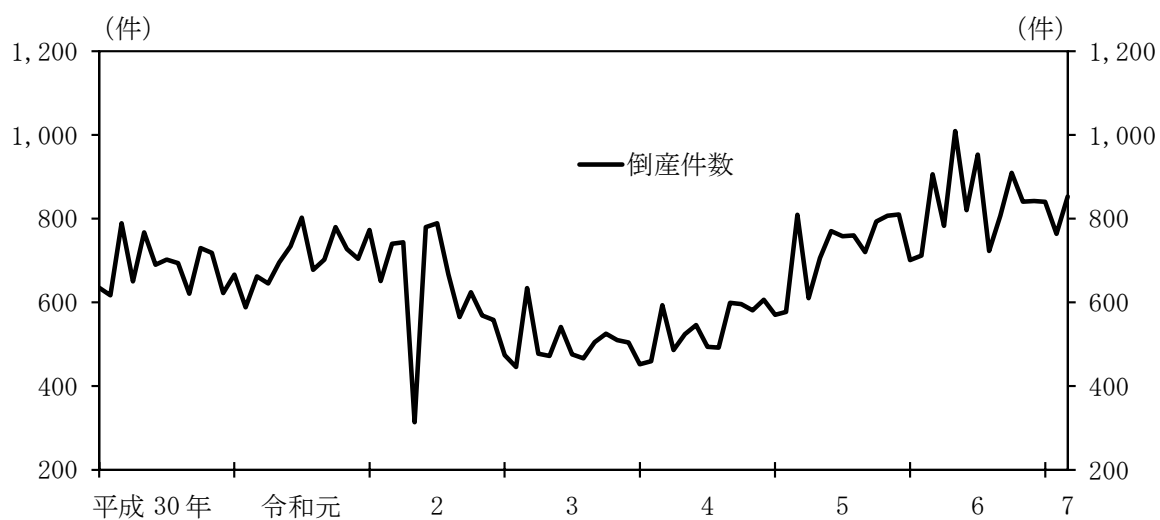
⁶ 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

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）、増勢が鈍化した。

（図表 32）企業の資金繰り判断D I （短観）



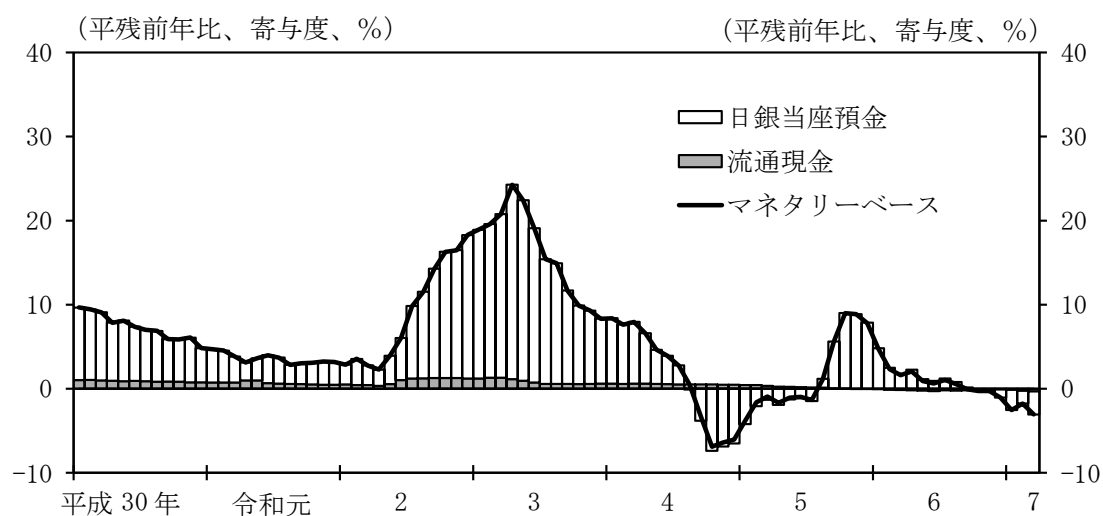
（図表 33）企業倒産



(7) 量的金融指標

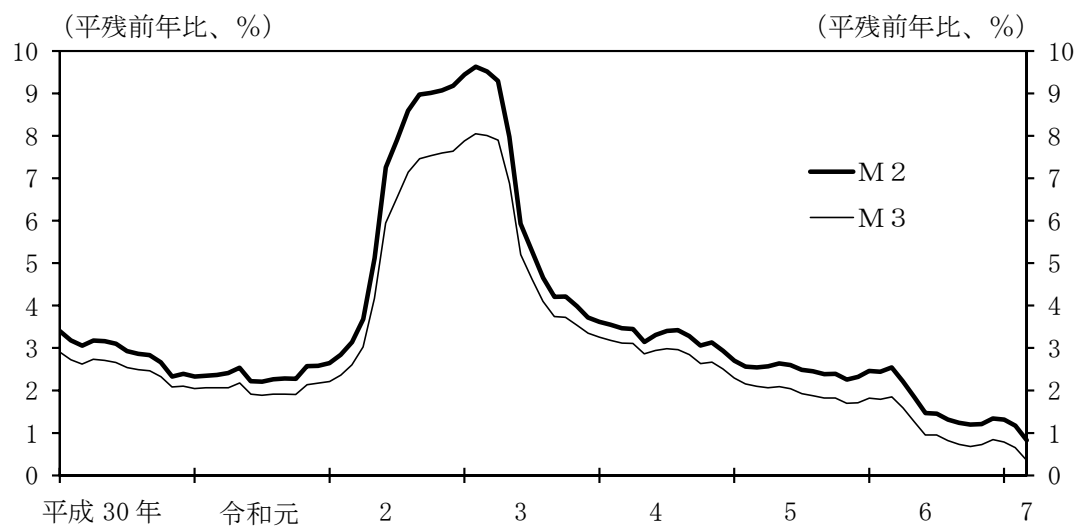
6年度下期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 34）、長期国債買入れ額が減少するもとで、マイナス幅が拡大した。

(図表 34) マネタリーベース



マネースtock（M2）の前年比は（図表35）、0％台後半から1％台前半で推移した。

（図表35）マネースtock



（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6年10月から7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）
	安達誠司	（審議委員）
	中村豊明	（審議委員） ^{（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）

（注） 1月23、24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、6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6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、すべての会合において、「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」との見方を示した。

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月の会合では、「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」、12月の会合では、「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」、1月の会合では、「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、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足もとは3%程度となっている」、3月の会合では、「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、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足もとは3%台前半となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、10月の会合では、「6年度に2%台半ばとなったあと、7年度および8年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。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、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。なお、7年度にかけては、消費者物価(除く生鮮食品)の前年

比に対して、政府による施策の反動が押し上げ方向で、このところの原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で、それぞれ作用すると見込まれる」、12月の会合では、「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、そ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。なお、7年度にかけては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対して、政府による施策の反動が押し上げ方向で、既往の原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で、それぞれ作用すると見込まれる」、1月の会合では、「6年度に2%台後半、7年度に2%台半ばとなったあと、8年度は概ね2%程度となると予想される。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、消費者物価の基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、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。なお、7年度にかけては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対して、米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押し上げ方向で作用すると考えられる」、3月の会合では、「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、その基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、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。なお、7年度にかけては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対して、米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押し上げ方向で作用すると考えられる」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36) 政策委員会の経済情勢についての判断

6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。
7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。

（金融政策運営）

金融政策運営面では、10月と12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、0.25%程度で推移するよう促す。

1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。

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、0.5%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0.75%とする。

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。

⁷ 10月の会合は全員一致、12月の会合は賛成8反対1でそれぞれ決定された。

⁸ 賛成8反対1で決定された。

⁹ 新たな金融市場調節方針は、翌営業日（1月27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（1月27日）から適用する。

¹¹ 賛成8反対1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0.75%とする（手形割引の取り扱いは今現在停止中）。

¹⁴ 全員一致で決定された。

先行きの金融政策運営については、10月の会合では、「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、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、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。そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある。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¹⁵、1月の会合では、「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、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、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」との考え方をそれぞれ示した¹⁵。

このほか、1月の会合では、貸出増加支援資金供給について、予定通り7年6月末をもって新規の貸付けを終了するとともに、本資金供給を円滑に終了する観点から、経過措置として、7月以降、7年中は、満期到来額の半分を上限として、貸付期間1年の借り換えを認めることを決定した¹⁶。また、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 各会合における経済・物価の見通しについては、Ⅱ．2．（2）参照。

¹⁶ 全員一致で決定された。

（２）「経済・物価情勢の展望」

（「経済・物価情勢の展望（６年 10 月）」）

10 月の会合では、６年度から８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、８年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した¹⁷。

- 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、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。企業収益は改善しており、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。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、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。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。家計部門をみると、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なかで、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考えられる。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する。そのもとで、名目賃金は、物価上昇も反映する形ではっきりと

¹⁷ 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、先行き政策金利が緩やかに上昇していくという市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

した増加が続くとみられ、雇用者所得も増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、当面は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、緩やかな増加を続けるとみられる。政府によるガソリン代の負担緩和策の継続なども、当面の個人消費を下支えすると考えられる。企業部門をみると、輸出や生産は、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 関連財の回復などから、増加基調に復していくと考えられる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。企業収益は、内外需要が緩やかに増加していくもとで、改善傾向をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるなか、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を含め、増加傾向を続けると考えられる。この間、公共投資は、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、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。潜在成長率は、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¹⁸。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、6年度に2%台半ばとなったあと、7年度および8年度は、概ね2%程度で推移すると予想される。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、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。なお、7年度にかけては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対して、政府による施策の反動が押し上げ方向で、このところの原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で、それぞれ作用すると見込まれる。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年度が、このところの原油等の資源価格下落の影響などから幾分下振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、

¹⁸ 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%台後半」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。

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緩やかに低下していく前提としている。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、5年度までの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用してきた。6年度と7年度については、負担緩和策の段階的な縮小・終了が、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。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、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響は徐々に減衰するものの、賃金上昇等を受けたサービス価格等の緩やかな上昇が続くことから、2%程度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、見通し期間終盤にかけては、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り、賃金の上昇圧力は強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。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。短観における企業の物価全般の見通しは、緩やかに上昇している。適合的予想形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきている。企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられており、名目賃金ははっきりと増加している。また、賃金の上昇を販売価格に反映する動きも引き続き強まってきている。先行きについては、需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動が変化すると、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は引き続き強まっていくとみられる。これらの点検を踏まえると、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や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを受けて徐々に高まり、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。もともと、こうした見通しには引き続き不確実性があり、企業の賃金・価格設定行動などを丁寧に確認していく必要がある。

- 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・物価情勢と国際金融資本市場の動向、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、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、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¹⁹。

- 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、消費者物価の前年比は、6年度に2%台半ばとなったあと、7年度および8年度は、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 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・物価を巡る不確実性は上下双方向で引き続き高く、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響にも、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概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、7年度は上振れリスクの方が大きい。金融面のリスクについてみると、株価や不動産価格の上昇ペースには引き続き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

¹⁹ 「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。

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。有価証券投資におけるリバランス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある²⁰。

- ③ 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、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、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。そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある。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」を全員一致で決定し、10月31日に公表した（背景説明を含む全文は11月1日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（7年1月）」）

1月の会合では、6年度から8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、8年度までの経済・物価情勢の見通しについては、以下のような見方を示した²¹。

²⁰ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（6年10月）を参照。

²¹ 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、先行き政策金利が緩やかに上昇していくという市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

- 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、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。企業収益は改善傾向にあり、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。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、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足もとは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、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。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。家計部門をみると、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なかで、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考えられる。もともと、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する。そのもとで、名目賃金は、物価上昇も反映する形ではっきりとした増加が続くとみられ、雇用者所得も増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、当面は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、緩やかな増加を続けるとみられる。政府によるガソリン代等の負担緩和策が縮小しつつも継続されることなども、当面の個人消費を下支えすると考えられる。企業部門をみると、輸出や生産は、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関連財の回復などから、増加基調に復していくと考えられる。この間、サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると予想される。企業収益は、内外需要が緩やかに増加していくもとで、改善傾向をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるなか、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

化に向けた投資を含め、増加傾向を続けると考えられる。この間、公共投資は、横ばい圏内で推移すると想定している。政府消費については、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。潜在成長率は、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²²。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

- ③ 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、6年度に2%台後半、7年度に2%台半ばとなったあと、8年度は概ね2%程度となると予想される。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、消費者物価の基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、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。なお、7年度にかけては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対して、米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押し上げ方向で作用すると考えられる。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、6年度と7年度が、米価格の上昇に加え、このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、上振れている。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緩やかに低下していく前提としている。政府によるガソリン・電気・ガス代の負担緩和策は、5年度までの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し下げる方向に作用してきた。6年度と7年度については、負担緩和策の段階的な縮小・終了が、前年比を押し上げる方向に作用するとみられる。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、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響は徐々に減衰するものの、賃金上昇等を受けたサービス価格等の緩やかな上昇が続くほか、米価格の上昇などもあって、2%

²² 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。

程度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、見通し期間終盤にかけては、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。短観における企業の物価全般の見通しは、緩やかに上昇している。適合的予想形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきた。企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられており、名目賃金ははっきりと増加している。また、賃金の上昇が続くもとで、人件費や物流費等の上昇を販売価格に反映する動きも広がってきている。先行きについては、労働需給が引き締まった状況が維持されるもと、企業の賃金・価格設定行動の変化が続き、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。こうしたもと、物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は引き続き強まっていくとみられる。本年の春季労使交渉についても、昨年に続きしっかりと賃上げを実施するといった声が多く聞かれている。これらの点検を踏まえると、消費者物価の基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを受けて徐々に高まり、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。もっとも、こうした見通しには引き続き不確実性があり、企業の賃金・価格設定行動などを丁寧に確認していく必要がある。

- 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・物価情勢と国際金融資本市場の動向、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、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、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²³。

- 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、消費者物価の前年比は、6年度に2%台後半、7年度に2%台半ばとなったあと、8年度は概ね2%程度となると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、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 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・物価を巡る不確実性は上下双方向で引き続き高く、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響にも、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概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、6年度と7年度は上振れリスクの方が大きい。金融面のリスクについてみると、株価や不動産価格の上昇ペースには引き続き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。有価証券投資におけるリバランス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。

²³ 「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。

一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

- ③ 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、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、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。

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、1月24日に公表した（背景説明を含む全文は1月27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６年１０月および７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．６年１２月の会合

（国際金融資本市場は、市場センチメントは秋口以降、改善傾向を辿っているものの、米国の次期政権の政策運営を巡る不確実性が意識されている）

国際金融資本市場について、委員は、市場センチメントは秋口以降、改善傾向を辿っているものの、米国の次期政権の政策運営を巡る不確実性が意識されているとの見方を共有した。

（海外経済は、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、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。複数の委員は、国・地域の経済状況に大きなばらつきがある中で、引き続き金融政策の方向性にも違いがみられると指摘した。

（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。委員は、前回会合以降の経済動向は、１０月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものとの認識で一致した。

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、緩やか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。

（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）

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。ある委員は、消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の季節調整済前月比は、6月以降、明確に加速し、均してみると年率3%台半ばの上昇が継続していると指摘した。この点に関連し、複数の委員は、原材料費・人件費を価格転嫁する動きは概ね想定通りであるものの、米価格の高騰が、このところの物価を押し上げていると指摘した。ある委員は、購入頻度の高い米価格の上昇は、数字以上に強い影響を家計の心理に及ぼしている可能性があるとの見解を示した。

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。一人の委員は、企業の予想物価上昇率は、短観では既に2%超となっているほか、家計の予想物価上昇率について、変化の局面ではより幅をもってみる必要があることを踏まえると、既に2%に到達している可能性も考えられると指摘した。

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、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の見方を共有した。一人の委員は、最近のデータは、物価の見通しが、現実の物価上昇率が2%に向けて緩やかに低下する一方、予想物価上昇率が2%に向けて徐々に高まっていくという「展望レポート」で想定してきた道筋を辿っていることを示しており、見通し実現の確度は高まっているとの認識を示した。別の一人の委員は、企業は賃金上昇等のコストを十分に転嫁することに躊躇せざるをえない状況にあり、賃金上昇の価格転嫁を通じてサービス価格がしっかりと上昇するまでには、時間を要すると述べた。そのうえで、この委員は、現時点では、賃金が上振れるリスクより下振れるリスクをより注視していると付け加えた。これに対して、ある委員は、4年に原材料価格の上昇を価格転嫁する動きが急激に広がったときのように、足もとでは、人件費や物流費の上昇を転嫁する動きが急速に広がりつつある可能性があるとの見方を示した。別の委員は、金融緩和の度合いが強い状況が続くもとで、基調的な物価上昇率が非線形的に加速する可能性はあり、その兆候

がないか、丁寧に分析していくことが肝要であると指摘した。

（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。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。一人の委員は、地域金融機関において地域の資金需要の伸びに限られるもとで不動産向けの貸出が増加している点について、引き続き丁寧にみていく必要があるとの見解を示した。

ロ． 7 年 3 月の会合

（国際金融資本市場は、市場センチメントが慎重化している）

国際金融資本市場について、委員は、各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性が高まるもとで、市場センチメントが慎重化しているとの見方を共有した。

（海外経済は、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、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。先行きについても、委員は、緩やかな成長が続くとの見方で一致した。そのうえで、委員は、前回会合以降、関税政策を含めた米国新政権の政策運営や、それを受けた各国の対応を巡る不透明感が高まっているとの認識を共有した。多くの委員は、関税政策を巡っては、各国の貿易活動に大きな影響が及ぶ可能性があるほか、不確実性が高い状況が続くことが、国際金融資本市場や各国の企業・家計のコンフィデンスに影響を及ぼすことも考えられると指摘した。複数の委員は、関税政策の内外経済への具体的な影響は、4月初に発表される予定の米国相互関税の枠組み等が明らかになるまでは、見定めがたいとの認識を示した。この間、何人かの委員は、米国の政策がもたらしている世界的な安全保障環境の変化などは、長い目でみて、グローバル経済の構造に大きな影響を及ぼす可能性があるとの指摘した。

（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。委員は、前回会合以降の経済動向は、1月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものとの認識で一致した。

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、緩やか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。

（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3%台前半となっている）

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、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3%台前半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。そのうえで、何人かの委員は、足もとの物価上昇率は見通しの範囲内にあるものの、米を含む食料品価格の上昇から、幾分上振れて推移しているとの認識を示した。多くの委員は、こうした食料品価格の上昇は、天候など一時的な要因による部分が大きいが、供給力の持続的な低下や人件費・輸送費の上昇などが影響している面もあるほか、食料品価格の上昇が予想物価上昇率を押し上げ、基調的な物価上昇率に影響する可能性もあるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、1月の総合ベースの消費者物価指数の上昇率の過半はエネルギー、生鮮食品、穀類によるものと指摘したうえで、生鮮食品、穀類の上昇は主に供給ショックと位置付けられるが、持続性がありうるため、予想物価上昇率などへの波及を注視すべきとの見方を示した。また、別の一人の委員は、企業の価格設定行動が変化するもと、これまで動きの鈍かったサプライチェーンの川下でも、コスト転嫁がされやすくなっていると指摘した。一方、ある委員は、賃金上昇の価格への転嫁は、企業向けサービスには明確に表れている一方、消費者向けサービスにおいては明確ではなく、個人消費が力強さを欠く中で企業が価格転嫁に慎重になっている可能性があるとの指摘した。

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、消費者物価の基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、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の認識で一致した。そのうえで、「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、春季労使交渉の集計結果などを踏まえると、物価は着実な上昇が見込まれる状況となっており、基調的な物価上昇率も2%に向けて順調に上昇している可能性が高いとの見方を示した。一人の委員は、企業の価格転嫁に伴う価格上昇圧力はしばらく継続するとの見解を示したうえで、民間調査によれば、7年の食料品の価格改定の動きも再び勢いを増していると指摘した。この点に関連し、別のある委員は、4月の期初の値上げが、とくにサービスにおいてどの程度となるか見極めていく必要があると述べた。

（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、このところ企業の資金調達コストは上昇しているが、現時点では、貸出の水準は堅調を維持しているほか、社債市場の発行環境も引き続き良好であるなど、金融環境面で大きな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、企業の期待リターン対比で現状の長期金利の水準はなお低く、企業の投資判断には大きな影響を及ぼしていないとの見方を示した。他方、複数の委員は、調達金利の上昇が小規模企業の資金繰りや投資判断に及ぼす影響についても、注意してみていく必要があるとの見方を示した。

（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、次回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。一人の委員は、内外における不確実性の高まりを踏まえると、金融政策をより慎重に運営していく必要があり、今回は現状維持が適切と指摘した。何人かの委員は、これまでの政策金利引き上げの経済・物価への影響も見極める必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、過去30年間、0.5%を上回る政策金利を経験してこなかったわが国では、いわゆる「金利のある世界」への移行には、相応の不確実性があるため、政策金利引き上げの判断は時間をかけて慎重に行う必要があるとの見解を示した。この間、ある委員は、経済・物価が想定通り推移する場合、早ければ7年度後半に1.0%の水準まで段階的に利上げしていくパスを前提とすれば、経済・物価の進捗を見守る時間が今回は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、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。一人の委員は、基調的な物価上昇率が見通しに沿って上昇していけば、実質金利が自然利子率を下回る状況を維持しつつ、緩やかに政策金利を引き上げていくことが望ましいとの見方を示した。この間、別の一人の委員は、「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ていく」というコアメッセージを、しっかりと発信していくことが、市場とのコミュニケーションという観点からも重要であるとの認識を示した。

委員は、米国をはじめとする海外経済や金融資本市場の動向が、金融政策運営に及ぼす影響について議論した。何人かの委員は、米国経済のハードランディングのリスクや、ソフトランディングのために大幅な利下げが必要となる可能性は、若干和らいできていると指摘した。このうちの一人の委員は、金融資本市場には、引き続き神経質な動きはみられるが、8月のような流動性が大幅に低下した不安定な状況ではないと述べた。別の一人の委員は、株式市場や為替市場は落ち着き

を取り戻しているほか、ポジションの大きな偏りもみられていないとの見解を示した。

そのうえで、多くの委員は、引き続き、米国経済をはじめとする海外経済や金融資本市場の動向を注視していく必要もあると指摘した。何人かの委員は、米国大統領選挙の結果次第では市場が大きく変動する可能性があり、十分備えておく必要があると述べた。このうちの一人の委員は、最近の米国金利上昇やドル高の背景には、米国経済指標の改善だけでなく、大統領・議会選挙への思惑もあり、市場が安定に向かっていると評価してよいかは留保が必要と指摘し、もともと緩やかなペースの利上げを想定している中で、大統領選挙後の状況を含め、今後の展開をみることはできるとの認識を示した。別の一人の委員は、過去5回のわが国の利上げ局面では、米国の利下げ後に利下げに転じたと指摘したうえで、今次局面は、日米の金融機関や企業、家計にバランスシート調整圧力は生じていないなど、状況が異なるとの見解を示した。この委員は、こうした状況を踏まえると、一時的に米国経済の動向を確認した後、政策金利の引き上げを展望していくべきと指摘したうえで、日米の金融政策の方向性が逆となるもとで為替を中心に市場が大きく変動することも考えられる中、仮に日本銀行の利上げを契機にショックが生じた場合、長期的にみた金融緩和の調整に支障が生じる可能性がある点にも留意する必要があると付け加えた。ある委員は、米欧のインフレ率低下や、グローバル市場での価格競争の影響もあって、物価の上振れ懸念は後退しているとの認識を示したうえで、多くの経済データにより、企業業績、設備投資、個人消費、価格転嫁率、企業による事業構造改革の動向等の実態を評価し、賃金と物価の好循環の持続性に対する自信が強まるまで、当面、政策金利は現状を維持すべきであると述べた。この間、複数の委員は、今後の米国の新政権の政策運営が米国の物価動向や金融資本市場に及ぼす影響次第では、金融資本市場の変動を通じて、わが国の物価の上振れリスクとなる可能性もあるとの認識を示した。ある委員は、相対的にリスク許容度の大きくない金融機関が、金利の水準が投資目線に届かない期間が続く中で、収益確保のために長期国債への投資を進め、リスクが増加する可能性もあると指摘した。

委員は、先行きの金融政策運営に対する市場の見方と情報発信についても議論を行った。ある委員は、日本銀行の経済・物価見通しや金融政策運営の考え方との対比でみて、市場金利は低い可能性があるとの指摘した。そのうえで、この委員は、

日本銀行の考え方について、より丁寧な説明に努めることが重要であるとの見方を示した。この点に関連し、複数の委員は、市場参加者の多くは、日本銀行の政策運営の考え方を理解したうえで、展望レポートの見通しに沿って基調的な物価上昇率が高まっていくかについて不確実性が大きいとみているのではないかと指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、日本銀行としては、今後、見通しの確度が高まっていくのか丁寧に点検しつつ、情報発信していくことが重要であるとの見解を示した。ある委員は、中立金利の水準に加え、金融政策の波及メカニズムについても不確実性が高いもとで、政策金利の中期的なパスについて自信をもって市場に示していくことは難しいと述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、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、「展望レポート」の経済・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、②そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある、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、執行部案は、最近の国際金融資本市場や海外経済の動向を踏まえたものとなっているとの認識を示した。別の委員は、8月以降、市場動向やその背景にある米国経済の動向を見極めていく必要がある局面が続き、そのための「時間的な余裕」があると説明してきたが、米国経済の不透明感が低下する中で、時間的余裕という言葉で情報発信をしていく局面ではなくなりつつあると指摘した。こうした議論を踏まえ、委員は、今後は、毎回の会合で、その時点で利用可能な各種のデータ等に基づき、海外経済や市場動向を含めた様々なリスク要因や見通しの確度を点検していくことを伝えていくことが重要であるとの認識を共有した。

12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ということが基本となるとの認識で一致した。多くの委員は、経済・物価は、従来の見通しに沿って推移していると指摘した。ある委員は、物価上昇が3年程度継続していることや、輸入物価が上昇すれば、それが基調的な物価上昇率を押し上げる可能性もあることを踏まえると、過度に緩和が継続するとの期待を高めるべきではなく、適宜のタイミングで金融緩和の度合いを調整していくことが必要であるとの見解を示した。一人の委員は、一部にみられる日本銀行が財務を懸念して政策金利の引き上げができないとの見方を払拭するためにも、現実的なスケジュールでの利上げによる本行財務の影響は限定的であり、健全性が保たれることを示していく必要があると指摘した。

そのうえで、委員は、具体的に金融緩和の度合いを調整するタイミングについては、様々なデータや情報を丹念に点検したうえで、判断する必要があるとの認識を共有した。複数の委員は、金融緩和の度合いを調整する際には、その必要性や根拠を分かりやすく説明することが望ましいと指摘した。

こうした考え方のもとで、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、0.25%程度で推移するように促す」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。

これらの委員は、①賃金と物価の好循環の強まりを確認するという視点から、7年の春季労使交渉に向けたモメンタムなど今後の賃金の動向についてもう少し情報が必要であるほか、②現時点では、米国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、米国の次期政権の経済政策を巡る不確実性も大きい状況が続いている、との認識を共有した。また、何人かの委員は、現時点では、物価の上振れリスク等は相応に抑制されており、利上げを急ぐ理由とはならないとの見解を示した。このうちの一人の委員は、輸入物価は落ち着いており、円キャリー取引が積み上がる状況でもないほか、内生的にも、この3年間の賃金の上昇は物価上昇に追い付いておらず、高めの賃上げが実現することが望まれる状況にあると指摘した。更に、この委員は、利上げ判断の焦点は、国内面では、賃金・サービス価格・個人消費の動き、海外では米国の経済と政策運営、そのもとでの金融資本市場の動向であると指摘したうえで、賃金では春季労使交渉に向けた動きを、米国

では新政権発足を確認したいと述べた。複数の委員は、春季労使交渉に向けたモメンタムについて、新年行事における経営者の発言や支店長会議での報告などを通じて、確認していく必要があるとの見解を示した。別の一人の委員は、米価格の高騰や粘着性が比較的高いと考えられるサービス価格の上昇等によって、足もとの物価の実勢は強めとなっているが、予想物価上昇率は安定して推移しており、今後、物価が加速度的に上昇していく状況にはないと指摘した。そのうえで、この委員は、米国の次期政権の経済政策に加え、国内における税制・財政を巡る議論の行方についても大きな不確実性があり、リスクマネジメントという観点から、今回は現状維持とすることが適切との見解を示した。ある委員は、①大・中堅企業や比較的規模の大きい中小企業の労働分配率が低下を続け明るい兆しがみえる一方、依然多くの中小企業の稼ぐ力の改善は力強さに欠ける、②海外経済についても欧州・中国の回復の遅れや米国の経済政策などを巡る不確実性が高いほか、海外企業との競争激化も懸念される、と指摘したうえで、経済改善の進捗をデータで確認する必要があるため、当面は現状の金融政策を維持することが適当であるとの認識を示した。

この間、一人の委員は、ビハインドザカーブに陥るリスクは限定的だが、基調的な物価上昇率は着実に底上げされていると指摘したうえで、利上げを判断する局面は近いが、現段階では、米国経済の不確実性が一巡するのを今しばらく注視する辛抱強さも必要であると述べた。別の一人の委員は、経済・物価は、6年3月時点の見通しに沿って推移しており、海外経済を巡る不確実性は引き続き高いものの、金融緩和の度合いを調整することができる状況であるとの認識を示した。そのうえで、この委員は、12月は市場参加者の取引やリスクテイクが低調になり市場が急激に変化しやすいほか、7月の利上げの影響をもう少し見極める必要があることから、今回の会合では現状維持が適切との見方を示した。

一方、一人の委員は、今回の会合で、政策金利を0.5%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、①経済・物価が見通しに沿って推移する中、物価上振れリスクが膨らんでいることを踏まえると、データやヒアリング情報に基づいてフォワードルッキングに、金融緩和の度合いを適時・段階的に調整していくことが、物価の安定を通じた国民経済の健全な発展に資する、②物価の上振れリスクが顕在化した際に急速に金利を引き上げ、経済に大きなショックを与えることを避けるためにも、現時点で、金融政策のアクセルを少しだけ緩め、必

要な場合に急ブレーキを避けつつ減速できるようにするべきである、と指摘した。

委員は、先行きの金融政策運営に関連して、中立金利と金融政策運営の関係についても議論を行った。ある委員は、中立金利に近づいていけば、経済・物価の反応を慎重に見極めるために利上げのペースを落とす必要があるとの見方を示したうえで、中立金利からまだ距離がある現時点では、適時のタイミングで利上げを行っていくことが望ましいとの見方を示した。一方、一人の委員は、経済・物価が見通しに沿って推移しているもとでは、金融緩和の度合いを調整するタイミングは、目標達成時点に予想される金利水準からみた利上げペースに加え、それぞれの時点での上下双方のリスク要因の評価にも依存するとの見解を示した。別の委員は、経済構造が変化しつつある局面で、過去の長く続いたデフレ期を多く含む経済・物価の実績から推計した中立金利を用いて、利上げの時期を決める議論には違和感があると指摘した。この点に関連し、一人の委員は、今次利上げ局面での米国経済の動向をみても、企業の財務状況が貯蓄超過方向へ大きく変化しているもとで、政策金利の変更が経済に及ぼす影響が変化している可能性も考慮する必要があるとの認識を示した。また、別の一人の委員は、実質金利と自然利子率の関係について、多くのモデルでは、実質金利がきわめて低い水準にあるにもかかわらず、経済・物価に加速感がみられないことから、自然利子率を低めに推計しているが、実際には、予想物価上昇率はサーベイ等が示すほどには高まっておらず、実質金利が見かけほど低くない可能性もあり、その場合には、自然利子率はさほど低下していないとの見方もできる、と述べた。そのうえで、この委員は、こうした解釈の違いにより、やや長い目でみた金融政策運営への含意は異なりうるとの見解を示した。

1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。

大方の委員は、金融経済情勢に関する討議を踏まえると、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おり、先行き、こうした見通しが実現する確度が高まっている、との認識を示した。

すなわち、大方の委員は、①賃金面では、企業収益が改善傾向を続け、人手不足感が高まるもと、本年の春季労使交渉において、昨年に続きしっかりと賃上

げを実施するといった声が多く聞かれており、②物価面をみると、賃金の上昇が続くもとで、人件費や物流費等の上昇を販売価格に反映する動きが広がってきており、基調的な物価上昇率は、2%の「物価安定の目標」に向けて徐々に高まってきているとの認識を共有した。こうしたもと、何人かの委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、6年度が2%台後半となったあと、7年度も2%台半ばとなる見通しとなっていることを指摘した。このうちの一人の委員は、見通しどおりとなった場合、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は4年度から4年連続で2%を有意に上回ることになり、コストプッシュとはいえ、経済主体の物価観は累積的に高まっていると述べた。また、ある委員は、為替円安が家計や企業に及ぼす負の影響は、短期的な為替変動というかたちよりも、中長期的な円安傾向が累積することに伴うコスト上昇というかたちで生じていると指摘した。一人の委員は、消費者物価が2%を大きく上回る状態が続いているもとで、予想物価上昇率が2%を上回っていくリスクもあるとの見解を示した。

この間、委員は、海外経済は緩やかな成長経路を辿っており、様々な不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は、米国の新政権発足後も、全体として落ち着いているとの見方を共有した。複数の委員は、米国の新政権発足という大きなイベントを無事に通過し、国際金融資本市場が比較的落ち着いている状況は、政策金利の変更を検討するうえで適切な環境であると指摘した。このうちの一人の委員は、①昨年7月の政策金利変更時とは異なり、対円でみたドルのロングポジションが積み上がっていないこと、②年初来の各種情報発信もあって、市場参加者と日本銀行との間で大きな情勢判断等の認識の差がないとみられること、を踏まえると、今回の会合で政策金利を変更しても市場の大きな混乱を招く可能性は低いと述べた。ある委員は、日米の金融政策の方向性が逆となることが為替市場等で大幅な価格変動をもたらすことを懸念してきたが、米国経済の底入れでFRBの利下げが一時休止となると見込まれるため、日本銀行の政策の自由度が増したとの認識を示した。この間、複数の委員は、米国の新政権発足時に示された政策を踏まえても、米国経済は先行きも成長が続くとの見方は不変であると述べた。一人の委員は、米国の新政権の施策はこれから順次明らかとなり、そのわが国への波及は様々なかたちで出てくるとみられるが、ある程度の下方ストレスを吸収できる程度には、わが国経済の頑健性は全体として高まっていると述べた。別の一人の委員は、米国のインフレ再燃と世界的な貿易摩擦の激化が同時に起こり、

スタグフレーション型シナリオとなる可能性もあり、単に緩和度合いを強くしておけば乗り切れるという状況ではないと付け加えた。

以上の整理を踏まえ、大方の委員は、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0.5%程度とすることが適当であるとの見解を示した。また、これらの委員は、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0.5%とする、②基準貸付利率についても0.25%引き上げ0.75%とすることが適切であるとの認識を共有した。ある委員は、今回会合での利上げは、市場の平均的な予想と比較してタカ派でもハト派でもないという意味で、十分に中立的なタイミングであると述べた。一人の委員は、利上げによる影響やそのペースのほか、足もとの経済・物価情勢を考慮すると、今回会合で利上げを行うことが適当であると述べた。

そのうえで、何人かの委員は、今回の会合で政策金利を引き上げても、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との認識を共有した。このうちの一人の委員は、今回の政策金利の引き上げは、金融環境を引き締めるものではなく、あくまで緩和的な金融環境下での緩和度合いの調整であると述べた。

一方、別の一人の委員は、今回は政策金利を維持し、次回の会合で、①法人企業統計等で中小企業でも価格転嫁が進み賃上げをするための収益が確保されているかを確認し、②連合の第1回回答集計結果などから春季労使交渉において中小企業でも高めの賃上げが実現しているかみताううえで、政策金利の引き上げを検討すべきであるとの見解を示した。

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、利上げ後も、実質金利は大幅なマイナスとなっており、経済・物価

がオントラックであれば、それに応じて、引き続き利上げをしていくことで、そのマイナス幅を縮小していく必要があると指摘した。一人の委員は、今後、基調的な物価上昇率が上昇していけば、それに応じて段階的に政策金利を引き上げていく必要があるとの見方を示した。この間、ある委員は、経済・物価がオントラックで推移する中、物価の上振れリスクが膨らんでおり、金融緩和の度合いを適時・段階的に調整していくことが適当であると述べた。一人の委員は、新年度に向けた賃上げといった国内要因による価格転嫁の一段の進展や為替円安の進行で、物価が上振れる可能性があるほか、不動産も含めた資産価格上昇で投資家の期待も高まっているとして、今後、過度な緩和継続期待の醸成による為替円安の進行や金融の過熱を避ける観点から、金融緩和の度合いを調整することも必要であると述べた。これに対して、別の一人の委員は、昨年前半までのような急激な為替円安の進行は決して望ましいものではないが、経済の現状を踏まえると、為替円安の修正が急激に進むリスクにも相応に注意が必要であると述べた。また、ある委員は、家計の節約志向の強まりなどが、企業の価格設定行動に及ぼす影響を注視する必要があると指摘した。

先行き政策金利を変更していくペースについて、一人の委員は、上下双方向のリスクがかなり大きいことを考えると、利上げのペースや、その到達点を示すターミナル・レートを示唆することにはきわめて慎重であるべきと指摘した。別の一人の委員は、特定の中立金利の水準などを目指して利上げを進めていくのではなく、利上げのたびに、その経済・物価への影響を見極めながら政策を調整していく慎重さが必要であると述べた。これに対して、ある委員は、経済・物価が見通しに沿って推移していくならば、7年度後半に1%程度という水準を念頭に置き、そこに向けて政策金利を引き上げていくことが望ましいとの見方を示した。

委員は、今後の政策判断にあたって、基調的な物価上昇率をどのように捉えていくかについても議論した。委員は、基調的な物価上昇率を単一の指標で捉えることは出来ず、様々な角度から、幅を持って捉えることが重要であるとの認識を共有した。一人の委員は、基調的な物価上昇率は、総合的に評価されるものであると述べたうえで、将来的には、基調的な物価上昇率に関する各種指標の位置付けを整理していくことが望ましいと述べた。ある委員は、概念的には、基調的な物価上昇率が高まっていくには、価格硬直性の強い家賃等の価格が上昇することが重要であると指摘した。他方で、一人の委員は、わが国の慣行のもとでは、家賃や公

共料金が上昇するには長い時間を要するとみられ、金融政策が影響を及ぼしうるものとして、これらを除いた物価をよくみながら、物価の上振れリスクに注意していくべき局面にあると述べた。

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、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で一致した。

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、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、具体的な金融政策運営については、予断をもたず、経済・物価見通しやリスク、見通しが実現する確度をアップデートしながら、適切に判断していく必要があるとの認識で一致した。

何人かの委員は、前回1月の会合で政策金利を引き上げた直後であることも踏まえると、現在は、政策効果に加え、各国の通商政策等の動きやその影響を丁寧にみていくことが可能な局面にあるとの認識を示した。ある委員は、1月までの政策金利変更の影響や、このところの長期金利の変動の影響を評価するためのデータは現時点では十分に揃っていないとしたうえで、経済活動への本格的波及とその影響の確認には時間が必要であると述べた。別のある委員は、当面、米国新政権の政策とその世界経済・国際金融資本市場への影響を注視しながら、国内的には0.5%という新しい金利水準の下での経済・物価の反応を見極めていくことが適当であると指摘した。そのうえで、この委員は、これらを踏まえて、次の政策金利の引き上げを判断すべきであるとの見解を示した。別の一人の委員は、米国の政策運営に起因する下方リスクは急速に高まっており、関税政策の今後の展開次第では、わが国の実体経済にまで大きな悪影響を及ぼす可能性が十分あると指摘した。そのうえで、この委員は、そうした可能性が高まった場合には、政策金利を引き上げるタイミングをより慎重に見極めることが必要となるとの見方を示した。この間、別のある委員は、変革速度の非常に速い中国企業との競争激化に加えて、米国の関税政策や供給網の分断などの不確実性の高まりから、わが国経済への下押しリスクが高まっていると評価したうえで、今後、中小企業の業績・投資、賃金・物価動向などへの影響を入念に確認する必要があることから、当面は現状の

政策を維持することが適当であると述べた。

他方、ある委員は、不確実性が高まっているからといって常に慎重な政策対応が正当化されるわけではなく、今後の状況によっては、果敢に対応することもありうるとの見解を述べた。別の一人の委員は、各国の通商政策等の影響から物価に上下双方向の不確実性がある時に、不確実だから現状維持、金融緩和を継続するという事にはならないと指摘したうえで、次回会合では、①企業や家計のインフレ予想、②物価上振れリスクの顕在化、③賃上げの進展をしっかりと確認し、金融政策を判断していく必要があると述べた。この点に関連して、別の一人の委員は、米国経済は、減速を示す指標もあるが、雇用関連指標などは底堅いと指摘し、政策変更を急がないとのF R Bの情報発信も踏まえると、日本銀行の政策の自由度は引き続き増した状況であるとの見方を示した。また、この委員は、資産価格上昇に伴う期待収益率向上から、市場参加者は、実質金利を消費者物価で捉える以上に低位に感じ、緩和効果がより強まっている可能性があると指摘したうえで、今後、7年度を視野に、過度な緩和継続期待の醸成による金融の過熱を避けることが必要になった場合には、金融緩和度合いの調整を機動的に行う必要があると述べた。

委員は、今後、基調的な物価上昇率が高まっていった場合の政策運営について、どのような情報発信が適切かについて議論した。ある委員は、高水準の賃上げが実現し、「物価安定の目標」の実現が目前に迫りつつある段階にあることを踏まえると、今後は、こうした前提で情報発信する新たな局面に入るとの見方を示した。別のある委員は、次の利上げを行う局面では、基調的な物価上昇率が2%にかなり近づいていることも想定されることから、その際には、金融政策スタンスについての説明を、従来の緩和から中立へ転換させることを含めて検討していく必要があると述べた。この点に関連し、何人かの委員は、中立金利を巡る不確実性を踏まえると、政策金利を引き上げていく過程において、金融政策が緩和的かどうかの評価は次第に難しくなると指摘した。このうちの一人の委員は、中立金利の推計誤差を大きく減らす特效薬は存在しないが、引き続き推計の精度の引き上げ等に向けて努力していく必要があると述べた。何人かの委員は、中立金利や基調的な物価上昇率はいずれも厳密に観察することができないものであることを前提としたうえで、どのような情報発信が適切か考えていく必要があるとの見解を示した。

ロ. 長期国債の買入れ

3月の会合において、委員は、最近の長期金利の動向を踏まえたオペレーションの考え方や国債買入れの減額計画の中間評価についても議論した。委員は、長期金利は、経済・物価情勢に対する見方などを反映して、市場で自由に形成されることが基本であるとの見解で一致した。そのうえで、複数の委員は、通常の市場の動きとは異なるようなかたちで長期金利が上昇するといった例外的な状況においては、市場における安定的な金利形成を促す観点から機動的にオペを実施することになると指摘したうえで、現時点ではこうした状況にあるとはみていないが、今後の市場動向は丁寧にみていく必要があると述べた。また、複数の委員は、市場において円滑に長期金利が形成されるためには、日本銀行の情勢判断や政策運営に関する考え方を丁寧に説明していくことが重要との認識を示した。6月の会合で予定している国債買入れの減額計画の中間評価に関連して、一人の委員は、今のところは、既存の計画を大きく変更する必要性を感じないとの見方を示したうえで、現行計画で定めていない8年4月以降の国債買入れに関しては、より長期的な視点から検討する必要があると指摘した。また、別の一人の委員は、中間評価において国債市場の動向や市場の機能度を点検する際には市場参加者の見方を伺うことになるが、そのプロセスでの市場との対話は、長期金利の安定という観点からも重要であると指摘した。この間、ある委員は、超長期債を含め年限別の需給や流動性の状況についても、丁寧にみていく必要があると述べた。

ハ. 金融政策の多角的レビュー

（金融政策の多角的レビューの取りまとめ方針）

10月の会合では、「金融政策の多角的レビュー」の最終公表物の取りまとめ方針等について、執行部から以下の報告を行った。

5年4月の会合における「金融政策の多角的レビュー」の実施決定以降、これまでに、①内部での多くの関連分析、②家計・企業・金融機関へのアンケート調査やヒアリング、③政策委員会委員による金融経済懇談会等の意見交換、④国内外の有識者を招いたワークショップ等の開催など、多岐にわたる取り組みを実施してき

た。また、決定会合においても、個別の論点について、議論を重ねてきた。

これらの取り組みを踏まえ、「金融政策の多角的レビュー」の最終公表物の取りまとめ方針および今後のスケジュールの案を作成した。

最終公表物では、最初に過去 25 年間の経済・物価・金融情勢と金融政策運営を振り返ったうえで、これらを踏まえて、やや長い目でみた金融政策運営への含意を整理することとしたい。また、多角的レビューの客観性や透明性を高める観点から、外部の有識者から、講評を受けることとしては如何かと考えている。

今後については、本日の議論を踏まえ、事務局案を作成し、12 月の会合において改めて議論を行ったうえで、その「基本的見解」部分を議決することで如何かと考えている。そのうえで、同会合後、全文を対外公表することを展望している。

委員は、執行部からの報告を踏まえ、公表物の編集方針や今後の取りまとめに向けたスケジュールについては、執行部案に沿って進めることが適当であるとの認識を共有した。また、委員は、今回の会合後の記者会見において、多角的レビューの取りまとめ方針と、次回 12 月の会合で多角的レビューを決定・公表する予定であることについて、対外的に説明することが適当であるとの認識を共有した。

そのうえで、委員は、多角的レビューを取りまとめていく際のポイントについて議論した。

1990 年代後半以降、わが国がデフレに陥ったきっかけとして、何人かの委員は、バブル崩壊後の企業行動の変化等を指摘した。このうちの一人の委員は、資産価格の大幅下落や海外企業との競争激化、金融危機の経験といった様々な要因が、企業行動を大きく慎重化させたとの見解を示した。別のある委員は、企業が、業績が悪化するもとで、コストカットやサプライチェーンの海外展開および国内投資の抑制スタンスを強めたことも大きく影響したと述べた。

何人かの委員は、実際の物価上昇率がゼロ近傍で推移する期間が長引くもとで、賃金や物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着したことが、デフレ・低インフレ環境からの脱却をより困難にしたとの認識を示した。この

うちの一人の委員は、サービス価格の硬直性が高まったことが、とくに重要であると述べた。複数の委員は、多角的レビューの一環として行った大規模な企業アンケートや定量的な分析から、従来のマクロ中心の分析では捉えきれなかった企業の賃金・価格設定行動が明らかになったと指摘した。

こうした経済・物価情勢の評価を踏まえ、委員は、金融緩和が経済・物価に及ぼした影響について、議論した。2012年までの金融緩和について、ある委員は、ゼロ金利制約に直面するもとで十分な緩和効果を得られなかったものの、流動性の供給を通じて金融システムの安定性を維持したという点で大きな役割を果たしたと評価しているとの見解を示した。2013年以降の大規模な金融緩和について、何人かの委員は、しっかりと効果を発揮し、わが国がデフレではない状況を実現することに貢献したとの見解を示した。このうちの一人の委員は、大規模な金融緩和は、実質金利の低下を介して、経済・物価を刺激し、雇用は大幅に増加したと指摘した。別の一人の委員は、様々な定量的な分析によって大規模な金融緩和が経済・物価に及ぼした効果を確認できた意味は大きいと述べた。ある委員は、大規模な金融緩和は、名目金利の低下に加え、期待への働きかけという面でも、一定の効果を発揮したと述べた。一方、一人の委員は、2013年以降の金融緩和の個々の施策について、どれだけの効果があったかは定かではないと指摘した。また、この委員は、当初「2年で2%」という目標を示していたことについても検証するべきであるとの見解を示した。

そのうえで、何人かの委員は、大規模な金融緩和のもとでも、賃金・物価の上昇には想定以上に時間を要したと指摘した。このうちの一人の委員は、賃金や物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に根付いてしまったことが、その背景にあると述べた。何人かの委員は、最近の家計や企業の期待形成や行動の変化には、コロナ禍後の輸入物価の大幅な上昇も重要な役割を果たしたと付け加えた。この間、複数の委員は、大規模な金融緩和の波及経路として、資産市場を介した経路が重要であったとの見解を示した。このうちの一人の委員は、大規模な金融緩和は、米欧中央銀行が大規模な資産買入れ等の非伝統的な金融政策を実施してきたというグローバルな状況も踏まえたうえで、評価する必要があると述べた。

委員は、大規模な金融緩和が金融市場や金融仲介機能、わが国経済の成長力等

に及ぼしてきた影響についても議論した。複数の委員は、金融市場や金融仲介機能に及ぼした影響については、これまでの執行部の分析で効果と副作用の両面が明らかになってきており、これらについて中立的・客観的に記述していくことが適当であるとの認識を示した。大規模な金融緩和が、成長力等の経済の供給サイドに及ぼした影響について、複数の委員は、現時点で評価することは難しく、今後とも分析をしていく必要があるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、金融緩和が生産性等に及ぼした影響など、結論が出ていない分野については、両論を併記すべきであると述べた。この点について、ある委員は、金融緩和がイノベーションを起こし成長を促進する効果はあまりみられなかったと付け加えた。

以上の大規模な金融緩和の効果と副作用を巡る議論を踏まえ、委員は、今後、多角的レビューを取りまとめていく際には、これらの効果と副作用を全体として評価する視点が重要であるとの認識を共有した。ある委員は、効果と副作用を全体として評価していく際には、客観性に十分に配慮する必要があると述べた。何人かの委員は、大規模な金融緩和は、一定の副作用はあったものの、経済・物価を押し上げる効果を発揮したと評価されると指摘した。このうちの一人の委員は、デフレ・低インフレ環境からの転換には、想定を大幅に超える時間やコストが必要となり、その中には副作用も含まれたと付け加えた。そのうえで、多くの委員は、本行のバランスシートの縮小に時間を要することなどを踏まえ、今後、副作用が遅れて顕在化する可能性がある点にも留意が必要であるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、大規模な金融緩和の効果の評価も、先行き、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現するかで変化しうると付け加えた。

この間、ある委員は、幾つかの分析を通じて、賃金・物価が動きにくい経済では、相対価格調整を通じた資源配分機能が働かなくなる可能性があることが示されたと指摘したうえで、今後とも、金融政策はゼロ%ではなく2%の物価上昇を目指すことが重要であると述べた。この委員は、一旦非常に低いインフレが社会に定着すると、そうした状況から離脱することは容易ではないことは、金融政策運営上の教訓として受け継ぐ必要があるとの見解も示した。別の一人の委員は、2%の「物価安定の目標」のもとで金融政策を運営していくうえでは、その時々物価上昇率の実績の数値よりも、物価変動の背後にあるメカニズムを把握することが重要であると指摘した。

（金融政策の多角的レビューの取りまとめ案）

12月の会合では、「金融政策の多角的レビュー」の取りまとめ案について、執行部から以下の報告を行った。

「基本的見解」では、まず、1990年代後半以降のわが国の経済・物価・金融情勢を整理した。その後、この間の金融政策運営について、①2010年代初頭までの金融政策運営、②2013年以降の大規模な金融緩和の経済・物価への影響、③大規模な金融緩和の市場機能や金融仲介機能、成長力等への影響を整理したうえで、大規模な金融緩和の効果と副作用について、全体として評価している。具体的には、レビューで実施した諸分析や委員の議論を踏まえ、「大規模な金融緩和について効果と副作用を評価すると、金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響をもたらしたと考えられる。ただし、今後、なお低下した状態にある国債市場の機能度の回復が進まない、あるいは大規模な金融緩和の副作用が遅れて顕在化するなど、マイナスの影響が大きくなる可能性には留意が必要である」と記述した。

先行きの金融政策運営への含意については、4つのポイントを記載している。

1つ目は、非伝統的な金融政策運営の考え方である。非伝統的な金融政策手段は、経済・物価を押し上げる効果を発揮したこと、ただし、その定量的な効果は、短期金利の操作に比べて不確実であり、同手段を大規模かつ長期間にわたって継続する場合には、副作用をもたらしかねないこと、今後、非伝統的な金融政策手段を用いる必要が生じた場合には、その時点の経済・物価・金融情勢のもとで、ベネフィットとコストを比較衡量していくことが重要であること、などを記述している。

2つ目は、2%の「物価安定の目標」についてである。非伝統的な金融政策手段は、短期金利操作の完全な代替手段になりえないことを踏まえると、ゼロ金利制約に直面しないように、景気悪化時に実質金利を引き下げる余地を確保する必要があること、消費者物価指数にはバイアスがあること、主要先進国の多くは物価目標を2%に設定していること、金融政策運営にあたって、物価上昇率の実績だけでなく、物価の基調を捉えていくことが重要であること、などを指摘したうえ

で、引き続き、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、金融政策を運営していくことが適切であると整理している。また、レビューで実施したアンケート等にも言及し、デフレ・低インフレ環境下では、個々の品目の価格や賃金が動きにくかったことが資源配分の歪みや企業の前向きな投資の抑制につながっていた可能性があることも指摘している。

3つ目は、財政政策と金融政策の関係、4つ目は、個々の政策手段を巡る論点を整理している。現時点においては、将来の政策運営を考えるうえで特定の手段を除外するべきではないが、今後、各手段の採用を検討する際には、留意点等を勘案し、可能な限り副作用を抑制しながら効果を発揮できるよう、制度設計していく必要があることなどを指摘している。

取りまとめ案では、「基本的見解」の後に、「背景説明」、「補論」で、基本的見解の背景となる分析をまとめている。また、その後には、レビューの原案に対する金融経済の専門家8名による「有識者講評」を掲載する構成としている。

委員は、執行部による取りまとめ案は、これまでの委員会での議論に沿ったものであり、これを「金融政策の多角的レビュー」として決定したうえで会合終了後に公表することが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、今回のレビューは様々な視点から1990年代後半以降の経済・物価・金融情勢や政策運営を分析したものであり、やや長い目でみた政策の在り方を考えるうえで、材料を提供するものになったとの認識を示した。このうちの一人の委員は、レビューでは、非伝統的な手段のベネフィットとコストが確認されたほか、ゼロ金利制約を避けるためプラスの物価上昇率を安定して実現することの重要性を改めて示す結果となったと指摘した。これに関連し、ある委員は、2.0%という数値に拘るのではなく、その背後にあるメカニズムが、「物価安定の目標」と整合しているかをみていくことが望ましいとの見方を示した。また、この委員は、経済の供給サイドに対する副作用について明確な結論が得られていないうえ、今後、副作用が遅れて顕在化するなど、マイナスの影響が大きくなる可能性があることから、最終的に大規模な金融緩和がプラスの影響をもたらしたといえるかどうかは、現時点では分からないとの見方を示した。この間、複数の委員は、レビューの結果について、今後、様々な場を活用して、対外的に丁寧な情報発信をしていくことが重要であるとの見解を示した。

そのうえで、何人かの委員は、今回のレビュー結果も踏まえつつ、今後、幾つかの点について、更に分析を深めていく必要もあると指摘した。このうちの一人の委員は、現在は金融政策の正常化の過程にあることを踏まえると、有識者から示された視点——デフレのコスト、家計への影響、財政とマネーフロー等——も意識しつつ、大規模な金融緩和の影響について、引き続き分析をしていく必要があると述べた。別の一人の委員は、個別の政策手段の効果・副作用の詳細などについて、更に理解を深めていく必要があると指摘した。また、この委員は、金融緩和の長期化が問題をもたらすことはないのか、例えば、過度な円安の進展や都心住宅価格の高騰などが経済や国民生活に与える影響なども、丁寧にフォローしていく必要があると述べた。ある委員は、有識者講評で指摘された経済構造の変化と金融政策の効果との関係は今後の重要な論点であると指摘した。

この間、一人の委員は、金融仲介活動などの面で、大規模な金融緩和の副作用が遅れて顕在化する可能性には留意が必要とのレビューの結論も踏まえると、今後、金融機構局の担当理事および局長が、展望レポートを決定する年4回の会合以外の会合にも出席す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、政策委員会の問題意識を共有することは、金融機関モニタリングにも資すると述べた。別の一人の委員は、金融機構局の出席は、金利の上昇が金融システムに及ぼす影響をみていくうえでも有益と指摘した。これらの議論を踏まえ、委員は、金融システムの動向に一層目配りする観点から、今後、毎回の会合に金融機構局の出席を求めることが適当との認識で一致した。

（５）金融政策手段に係る事項の決定又は変更

６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、①貸出増加支援資金供給の終了に伴う経過措置、②補完当座預金制度の適用利率の変更である。

イ．貸出増加支援資金供給の終了に伴う経過措置

１月の会合において、貸出増加支援資金供給を円滑に終了する観点から、「貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領」の一部改正を決定した。

ロ．補完当座預金制度の適用利率の変更

１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。

（６）金融政策の多角的レビュー

6年12月の会合では、5年4月以降実施してきた「金融政策の多角的レビュー」の「基本的見解」を以下のとおり取りまとめた。

（過去 25 年間のわが国の経済・物価・金融情勢と金融政策運営）

① 1990 年代後半以降のわが国の経済・物価・金融情勢

わが国では、1990 年代後半に物価が持続的に下落するデフレに陥った。その後、一時的に物価上昇率がプラスとなる局面はみられたが、総じてみれば緩やかなデフレが 2010 年代初頭にかけて継続した。このように緩やかなデフレが長期にわたり継続した主な要因は、大きく分けると 3 点に整理できる。

第 1 に、景気・物価に対して中立的な実質金利である自然利子率が趨勢的に低下するもと、名目短期金利の実効下限制約から伝統的な金融政策手段では十分に経済を刺激できなくなり、慢性的な需要不足に陥ったことが挙げられる。1990 年代初頭のバブル崩壊以降、資産価格が大幅に下落し、成長期待が下方屈折するもとで、企業のリスクテイク姿勢は慎重化した。その後、1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけての金融システム不安等を受けて、こうした動きは強まった。2000 年代半ばには、企業・金融機関のバランスシート調整の進展などから設備投資等が循環的に増加する動きもみられたが、その後もグローバル金融危機や東日本大震災などに見舞われるなかで、基本的には慎重な企業行動が続くこととなった。グローバル化の進展や人口動態の変化などへの対応が遅れたことも、自然利子率を押し下げる方向に作用した。

第 2 に、1990 年代半ばから 2000 年代にかけては、グローバル化の進展による新興国からの輸入品との価格競争激化や I T 関連等での技術革新のグローバルな広がりなどの要因も物価を押し下げる方向に作用した。また、2000 年代後半のグローバル金融危機以降の局面では、為替円高が進行したことが、物価の押し下げ圧力として作用した。

第 3 に、以上のような需要動向や競争環境等の変化を背景に、緩やかなデフ

レが継続したことは、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の定着につながった。こうしたもと、中長期の予想物価上昇率も低水準で不安定に推移した。現実の物価上昇率に加え、中長期の予想物価上昇率も低水準で推移することで、物価はより強固に上がりにくくなった。

日本銀行は、2013年に、2%の「物価安定の目標」を設定し、「量的・質的金融緩和」という大規模な金融緩和を導入した。政府も、大規模な財政刺激策など、様々な施策を実施した。この間、為替市場では、海外での情勢変化もあってグローバル金融危機以降の円高が修正された。大企業を中心に企業業績は回復し、株価も上昇した。こうしたもと、長らく続いた慢性的な需要不足は解消に向かい、予想物価上昇率も幾分高まるもとで、わが国は物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった。もっとも、慎重な企業行動が続くもとで、①女性や高齢者などの労働供給余地が残っており、労働需給の引き締まりに応じて弾力的に供給が増加し、賃金・物価上昇圧力が大きくは高まらなかったことや、②現実の賃金・物価上昇率が小幅にとどまるもとで、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の転換に時間を要したことなどから、2010年代の物価上昇率は、2%を下回る状況が続いた。

こうした状況は、2020年代に入り、変化してきている。労働市場では、追加的な労働供給余地が縮小するもと、長期にわたる金融緩和等から就業者数が増加していることなどを受けて、人手不足感が一段と強まっている。また、輸入物価が大幅に上昇するもとで、仕入価格の販売価格への反映や賃金の引き上げをサポートするための政府による様々な施策もあって、企業の賃金・価格設定行動に従来よりも積極的な動きがみられ、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にも変化が窺われる。これらの変化を受けて、中長期の予想物価上昇率も2%に向けて高まっている。この間、長らく続いてきた世界的なデシインフレ傾向にも変化が生じている可能性がある。グローバル化の潮流の変化や地政学的リスク、脱炭素化の動き等がわが国の物価に及ぼしうる影響についても、注視していく必要がある。

② 2010年代初頭までの金融政策運営

バブル崩壊以降の経済・物価の展開を受けて、日本銀行は、1990年代後半に

かけて利下げを行い、1999 年には、世界で初めて「ゼロ金利政策」とフォワード・ガイダンス——当時、日本銀行では「時間軸政策」と呼称——を導入した。その後も、2000 年代の「量的緩和政策」、2008 年のグローバル金融危機後の一連の金融緩和策、2010 年代初頭の「包括的な金融緩和政策」と、非伝統的な金融政策手段を相次いで導入した。

これらの政策の効果は、当時の経済が直面していた課題や外部環境を踏まえたうえで、評価する必要がある。金融緩和効果の起点として重視されることが多い実質金利の動きをみると、物価上昇率や予想物価上昇率が低迷するもと、2010 年代初頭にかけて、大幅に引き下げることができなかった。2000 年代には、長めの名目金利の低下は主としてフォワード・ガイダンスによって実現され、資金供給は短期の手段が中心であった。2010 年に導入した「包括的な金融緩和政策」のもとでは、フォワード・ガイダンスに加え、資産買入等の基金を創設して国債買入れを増額したが、その対象は残存期間 3 年以下としており、イールドカーブ全体を押し下げる効果は限られた。

ただし、こうした実質金利の動向だけで、当時の金融政策を評価すべきではない。金融システムの不安定性が拭えず金融緩和効果の波及が阻害されていた 1990 年代末から 2000 年代半ばの局面では、金融機関への大量の流動性供給を重視した政策は、流動性不安を軽減させ、景気のさらなる悪化を回避するという意味で大きな効果があった。グローバル金融危機以降の局面では、金融市場の安定確保と企業金融支援に万全を期したことで、未曾有の金融危機がわが国経済・物価・金融に及ぼす影響を緩和したと考えられる。他方で、こうした急性的な経済・金融情勢の悪化が一服したあとも、海外では、先進国を中心に景気回復が緩慢なものにとどまり、欧州債務危機が次第に深刻化した。グローバル金融市場は不安定な動きを続け、米欧中央銀行が強力な金融緩和政策を導入するも、わが国では既に金利水準が低く、その低下余地が限られていたこともあって内外金利差が大幅に縮小し、為替レートの円高傾向が続いた。国内では、東日本大震災が経済に甚大な影響を及ぼした。以上のような厳しい状況下、日本銀行は「包括的な金融緩和政策」のもとで 2000 年代と比べても強力な金融緩和を推進したが、十分に経済・物価を刺激することができなかったと考えられる。

③ 2013 年以降の大規模な金融緩和の経済・物価への影響

日本銀行は、2013 年 1 月に 2 %の「物価安定の目標」を定め、同年 4 月に「量的・質的金融緩和」を導入した。その後、2014 年 10 月に同政策を拡大し、2016 年 1 月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、同年 9 月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。

大規模な金融緩和が経済・物価に波及するメカニズムとして、日本銀行では、①期待への働きかけを通じた予想物価上昇率の引き上げと②大規模な国債買入れ等を通じた名目金利の押し下げによる実質金利の低下が起点となることを想定していた。この点について子細にみると、第 1 に、大規模な金融緩和は、期待に働きかけることで、予想物価上昇率に一定の影響を及ぼしたとみられる（フォワード・ルッキングな期待形成）。ただし、わが国の予想物価上昇率は、適合的な期待形成の影響が大きい傾向にあり、過去の経験などにも強く影響を受けて形成されてきた。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の転換は容易ではなく、期待への働きかけだけで物価上昇率を 2 %にアンカーするほどの有効性はなかった。第 2 に、名目金利については、長期・超長期国債を含めた大規模な国債買入れにより、イールドカーブ全体にわたって下押し圧力を加えた。また、2016 年に導入したマイナス金利政策は、国債買入れと相まって、名目金利への下押し圧力を一段と強めた。

以上の政策運営のもと、実質金利はマイナス圏内まで低下し、緩和的な金融環境が実現した。為替円高傾向の反転といった外部環境の変化とも相まって、大規模な金融緩和は、経済・物価を押し上げる方向に作用したと考えられる。その効果については幅をもってみる必要があるが、複数の異なるモデルによる分析からは、経済・物価を一定程度押し上げ、わが国経済がデフレではない状態となることに貢献したと評価できる。こうしたもと、人口動態の変化もあり労働需給が引き締まった状況を実現したことは、2020 年代入り後、輸入物価の大幅な上昇等と相まって、賃金・物価の上昇につながったとみられる。ただし、上記の期待への働きかけの難しさなどから、大規模な金融緩和は、導入当初に想定していたほどの効果——2 %の「物価安定の目標」を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現することとしていた——は発揮しなかった。なお、大規模な金融緩和は、株価や為替の動向など金融資本市場を通じた経路を

介しても経済・物価に影響を及ぼしたとみられるが、金融政策と株価や為替等との関係は、局面によって大きく変化しており、不確実性が高い点には留意が必要である。

④ 大規模な金融緩和の市場機能度や金融仲介機能、成長力等への影響

大規模な金融緩和は、金融市場の機能度や金融仲介機能、わが国経済の成長力（経済の供給サイド）等にも影響を及ぼしたとの指摘がある。

金融市場の機能度への影響をみると、日本銀行は、大規模な金融緩和が国債市場の機能度に影響を及ぼしうるとの認識のもと、その時々的情勢に応じて、その運用を見直してきた。もっとも、大規模な国債買入れが長期化するなか、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）による長期金利の抑制効果がより顕在化した局面などで、国債市場の機能度が低下する傾向が強まった。また、国債市場の機能度低下の影響がその他の市場に及ぶ場面もみられた。

金融仲介機能への影響をみると、大規模な金融緩和による金利の低下は、景気の改善等を通じて、企業の資金需要を拡大させてきたと考えられる。金融機関に対しては、その貸出等の利鞘を縮小させる一方、信用リスクの低下等を介して金融機関の自己資本を押し上げる方向にも作用したとみられる。これらを総合的に勘案すると、大規模な金融緩和が金融仲介活動を阻害するメカニズムが表面化していた証左はみられていない。また、緩和的な金融環境が長期にわたるもとでも、大きな金融不均衡が蓄積した様子も観察されていない。

金融緩和が長期間続く場合には、金融政策が経済の供給サイドに中長期的な影響を及ぼす可能性もある。こうした経路としては、①経済の押し上げが、資本の蓄積や失業回避による人的資本の蓄積等を介して、供給面に正の効果を及ぼす可能性と、②長期にわたる金融緩和が資源配分を歪め、生産性等を押し下げる可能性の両面が考えられる。この点については、現時点では実証的にプラス・マイナス両面で明確な結論が得られておらず、今後とも分析を深めていく必要がある。

⑤ 大規模な金融緩和の効果と副作用の評価

2013 年以降の大規模な金融緩和は、①期待への働きかけが容易ではなかったことなどから、当初想定したほどの物価上押し効果は発揮しなかったが、②経済・物価を一定程度押し上げる効果があったと評価できる。副作用についてみると、大規模な金融緩和は、国債市場の機能度にはマイナスの影響を及ぼした。ただし、同市場の機能度は、このところ改善傾向にある。また、金融機関に対して、大規模な金融緩和は、貸出利鞘の縮小につながったと考えられるが、現時点では、金融仲介活動を阻害したとの証左はみられない。このほか、経済の供給サイドへの影響については、プラス・マイナス両面で明確な結論が得られていない。

これらを踏まえて、大規模な金融緩和について効果と副作用を評価すると、金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響をもたらしたと考えられる。ただし、今後、なお低下した状態にある国債市場の機能度の回復が進まない、あるいは大規模な金融緩和の副作用が遅れて顕在化するなど、マイナスの影響が大きくなる可能性には留意が必要である。例えば、日本銀行の国債保有比率は、暫くはきわめて高い状況が続くと見込まれ、国債市場の機能度の回復には時間を要する可能性がある。また、この間に増加した貸出のなかには、債務者の収入減少や貸出金利の上昇に対する耐性が相対的に低い案件がみられているほか、収益力がやや長い目でみて低下するなかで金融機関の与信や保有債券のデュレーションは長期化しており、外部環境が大きく変化した場合に、金融仲介活動を阻害する要因となりうる。

(先行きの金融政策運営への含意)

① 非伝統的な金融政策運営の考え方

日本銀行が採用してきた様々な非伝統的な金融政策手段は、経済・物価を押し上げる効果を発揮してきたと考えられる。ただし、その定量的な効果は、短期金利の操作による伝統的な金融政策手段に比べて、不確実である。また、これらの手段を大規模かつ長期間にわたって継続する場合には、金融市場の機能度や金融機関の収益に副作用をもたらさう。非伝統的な金融政策手段は短期金利

を操作対象とする伝統的な金融政策手段の完全な代替手段とはなりえず、今後、非伝統的な金融政策手段を用いる必要が生じた場合には、その時点の経済・物価・金融情勢のもとで、非伝統的な手段がもたらすベネフィットとコストを比較衡量していくことが重要である。

また、バランスシートの拡大を伴う非伝統的な金融政策手段は、引き締め局面で中央銀行の財務に影響を及ぼしうる。中央銀行は、一時的に赤字または債務超過となっても政策運営能力に支障を生じないが、その財務リスクが着目されて金融政策を巡る無用の混乱が生じる場合、そのことが信認の低下につながるリスクがある。このため、財務の健全性を確保することは重要である。

② 2%の「物価安定の目標」

非伝統的な金融政策手段が伝統的な金融政策手段（短期金利操作）の完全な代替手段にはなりえないことを踏まえると、可能な限りゼロ金利制約に直面しないように金融政策を運営することが望ましい。こうした観点からは、景気悪化時に実質金利を引き下げることができるよう、小幅のプラスの物価上昇率を安定して実現していくことが重要である。消費者物価指数のバイアスを巡る論点も、中央銀行が、プラスの物価上昇率を目指すべきとする論拠として、引き続き妥当性を有していると考えられる。こうした理解は、主要先進国の中央銀行間で共有されており、その多くは物価目標を2%に設定している。そのうえで、金融政策運営にあたっては、その時々物価上昇率の実績だけではなく、物価変動を規定する諸要因を見極め、物価の基調を捉えていくことが重要であるとの認識も広く共有されている。

以上を踏まえると、わが国でも、引き続き、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、金融政策を運営していくことが適切である。

企業や家計へのアンケートでは、「物価・賃金（収入）がともに緩やかに上昇する状態」は、「物価・賃金（収入）がともにほとんど変動しない状態」より好ましいとの回答が多い。わが国で長く続いたデフレ・低インフレ環境下では、多くの品目の価格が動かなくなり、所定内給与も据え置かれる傾向が強まった。

こうした状況が資源配分を歪めたり、企業の前向きな投資を抑制することにつながっていた可能性もある。これらを踏まえると、賃金上昇を伴う形で、物価が緩やかに上昇する状況を実現することが重要である。

③ 財政政策と金融政策

財政政策と金融政策は、双方とも、総需要に大きな影響を及ぼす重要なマクロ経済政策手段であり、その波及経路や効果は相互に依存する。この点、金融政策が名目金利の実効下限制約に直面している状況では、財政政策と金融政策のポリシーミックスが有用となるとの指摘がある。一方、多角的レビューの過程で行った意見交換等では、大規模な金融緩和が財政規律の弛緩につながったとの指摘もみられた。日本銀行が、これまで一貫して説明してきたように、金融政策の目的は物価の安定であり、政府による財政資金の調達支援が目的の「財政ファイナンス」ではないことを明確に示していくことは、通貨の信認を確保し、物価の安定を実現していくうえで、きわめて重要である。

④ 個々の政策手段を巡る論点

今回のレビューを踏まえると、現時点においては、将来の政策運営を考えるうえで、特定の手段を除外するべきではない。もっとも、大規模な金融緩和等の経験からは、各手段の効果は不確実性を伴うほか、それぞれ固有の副作用や留意点等が存在することも改めて明確となった。今後、非伝統的な金融政策手段の採用を検討する際には、これらの留意点等も勘案し、可能な限り副作用を抑制しながら効果を発揮できるよう、制度を設計していく必要がある。

以上のような内容の「金融政策の多角的レビュー」の「基本的見解」を全員一致で決定し、12月19日に公表した。

3. 金融市場調節の実施状況

日本銀行は、令和6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、1月の会合までの間は「0.25%程度」、1月の会合後は「0.5%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37）、長期国債の保有残高は減少し、3月末時点では、574.2兆円となった。CP等および社債等の3月末時点の残高は、それぞれ1.0兆円、4.9兆円となった。「貸出増加支援資金供給」の3月末時点の残高は、73.0兆円となった。「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1.7兆円、米ドル特則分については90億米ドルとなった。「気候変動対応オペ」の3月末時点の残高は、14.2兆円となった。「被災地金融機関支援オペ」の3月末時点の残高は、0.1兆円となった。「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 37) 金融市場調節手段等の残高

(兆円)

	6 年 3 月 末	6 年 9 月 末	7 年 3 月 末
(1) 資金供給			
長期国債	585.6	583.0	574.2
C P 等	2.2	1.9	1.0
社債等	6.1	5.5	4.9
E T F	37.2	37.2	37.2
J - R E I T	0.7	0.7	0.7
国庫短期証券買入オペ	2.0	0.5	0.0
共通担保オペ	18.5	16.9	7.8
国債買現先オペ	0.0	0.0	0.0
C P 買現先オペ	0.0	0.0	0.0
被災地金融機関支援オペ	0.1	0.1	0.1
気候変動対応オペ	8.2	12.0	14.2
成長基盤強化支援資金供給 (円貨)	2.9	2.6	1.7
成長基盤強化支援資金供給 (米ドル特則)	1.6	1.2	0.9
貸出増加支援資金供給	78.3	78.4	73.0
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	4.3	1.5	0.9
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	686.8	673.5	653.8

(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7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、729.8兆円（前年比－3.5％）となった（図表38）。

資産をみると、長期国債は、574.2兆円（前年比－1.9％）となった。貸付金は、共通担保オペ等による資金供給の減少により、96.8兆円（前年比－10.3％）となった。一方、負債をみると、当座預金は、530.4兆円（前年比－5.5％）となった。また、発行銀行券、政府預金は、それぞれ118.7兆円（前年比－1.8％）、3.9兆円（前年比－74.9％）となった。

（図表38）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、かつこ内は前年比％					
	6年3月末		6年9月末		7年3月末	
(資産)						
国債	589.7	(1.4)	585.5	(-0.2)	575.9	(-2.3)
[うち長期国債]	585.6	(1.6)	583.0	(-0.3)	574.2	(-1.9)
[うち短期国債]	4.0	(-26.4)	2.5	(8.6)	1.7	(-57.9)
コマーシャル・ペーパー等	2.2	(4.1)	1.9	(-15.7)	1.0	(-52.9)
社債	6.1	(-24.2)	5.5	(-18.3)	4.9	(-20.1)
金銭の信託（信託財産株式）	0.2	(-44.0)	0.1	(-56.4)	0.0	(-78.4)
同（信託財産指数連動型上場投資信託）	37.2	(0.4)	37.2	(0.2)	37.2	(-0.0)
同（信託財産不動産投資信託）	0.7	(-0.1)	0.7	(-1.3)	0.7	(-0.0)
貸付金（注1）	107.9	(14.3)	109.9	(15.1)	96.8	(-10.3)
外国為替（注2）	10.7	(17.8)	10.6	(2.5)	11.2	(4.2)
資産計	756.4	(2.9)	753.3	(1.6)	729.8	(-3.5)
(負債・純資産)						
発行銀行券	120.9	(-0.9)	119.3	(-1.1)	118.7	(-1.8)
当座預金	561.2	(2.2)	549.4	(0.4)	530.4	(-5.5)
政府預金	15.7	(0.7)	3.6	(-76.5)	3.9	(-74.9)
売現先勘定	4.3	(-20.7)	21.3	(4.4倍)	12.8	(3.0倍)
負債・純資産計	756.4	(2.9)	753.3	(1.6)	729.8	(-3.5)

（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。

６年度下期中に償還期限が到来した長期国債のうち 1.7 兆円については、ＴＢ（１年物）により借換え引受けを行った。５年度中に長期国債より借換え引受けを行ったＴＢ（１年物）については、現金償還を受けた。

この間、資金供給において適切に担保を徴求したほか、各種の資産買入にあって、信用力の確認、買入銘柄の分散を行うなど、引き続き財務の健全性の維持に努めた。