

Ⅲ. 金融政策決定会合における決定の内容

1. 金融政策運営に関する決定事項等

(令和6年10月31日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

(6年10月31日決定)

「当面の金融政策運営について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2024年10月31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、0.25%程度で推移するよう促す。

以 上

(6年10月31日決定)

「経済・物価情勢の展望(2024年10月)」の基本的見解を決定する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

経済・物価情勢の展望（2024 年 10 月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、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。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2024 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、2025 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。
- 前回の見通しと比べると、成長率については概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2025 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。
- 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。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。
- リスクバランスをみると、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、2025 年度は上振れリスクの方が大きい。

¹ 本基本的見解は、10 月 30、31 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、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. わが国の経済・物価の中心的な見通し²

（1）経済の中心的な見通し

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。

² 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また、先行きの政策運営については、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。

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³。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。

（２）物価の中心的な見通し

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2024 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、2025 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。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0 % 台後半」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。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2025年度が、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、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、昨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。2024年度と2025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。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

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

第1に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。米欧の物価上昇率は振れを伴いつつも低下傾向をたどっており、米欧中銀は利下げに転じている。こうしたもと、米欧では、経済の大幅な減速は回避されるとみられる。もっとも、既往の利上げの影響が、実体経済面・金融面にどのように及ぶかについては不確実性があるほか、経済の減速ペースやそのもとでの各国中銀の政策運営を巡る思惑から、金融・為替市場の変動が大きくなるリスクもある。これらのリスクを念頭に置いて、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。この間、ウクライナや中東情勢等の帰趨次第では、海外経済への下押し圧力が高まる可能性がある。また、中国経済についても、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性が高いほか、一部の財における在庫調整圧力が海外経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。

第2に、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向である。資源・穀物価格については、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。エネルギーや小麦など資源・穀物の輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。仮に交易条件が再び悪化する場合には、企業収益や家計の実質所得を圧迫し、企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、

設備投資や個人消費が下振れるリスクがある。また、輸入物価上昇の消費者物価への転嫁が進むもとで、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一方、資源・穀物価格が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第3に、やや長い目でみたリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。感染症の経験や人手不足の強まり、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。人口動態の変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化などによる省力化投資の動きを加速させる可能性がある。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、一部の業種における供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。さらに、地政学的リスクの高まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。

(2) 物価のリスク要因

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

第1に、企業の賃金・価格設定行動を巡っては、上下双方向に不確実性が高い。企業の賃金・価格設定行動は積極化してきているが、今後、販売価格に賃金動向を反映する動きがどの程度広がるかには、引き続き不確実性がある。中心的な見通しでは、賃金と物価の好循環が引き続き強まっていくことを想定しているが、中小企業を中心に賃金上昇の価格転嫁は容易ではないとの声も引き続き聞かれており、販売価格の上昇が限られる可能性もある。わが国では長期にわたり賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着してきただけに、先行き、輸入物価からの価格転嫁の影響が減衰していくもとで、賃金上昇分を含め販売価格への転嫁の動きが弱まることのないかも注視していく必要がある。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まるもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性がある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられ

る。

第2に、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は、上振れ・下振れ双方の要因となる。世界経済の先行き等を巡る不確実性は高く、これが国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。また、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。

4. 金融政策運営

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

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2024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。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡る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、2025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

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

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⁵。

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

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2024年10月）を参照。

(参考)

2024～2026 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、＜ ＞内は政策委員見通しの中央値。

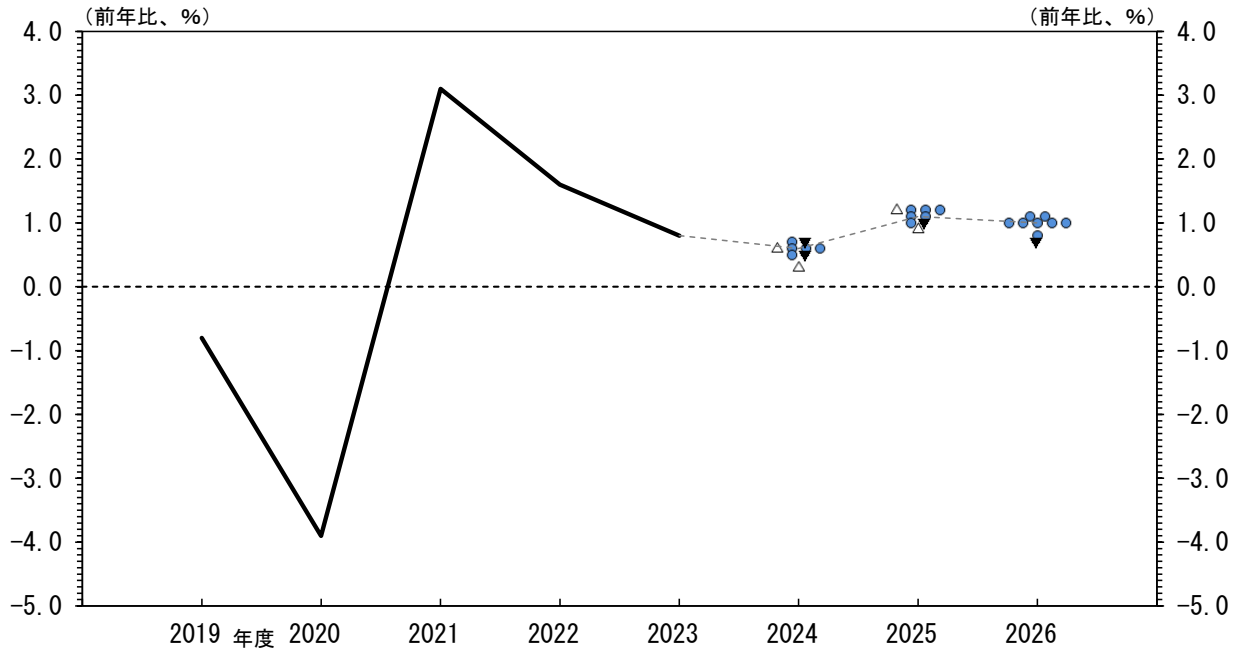
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2024 年度	+0.5 ～ +0.7 ＜+0.6＞	+2.4 ～ +2.5 ＜+2.5＞	+1.9 ～ +2.1 ＜+2.0＞
7月時点の見通し	+0.5 ～ +0.7 ＜+0.6＞	+2.5 ～ +2.6 ＜+2.5＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+1.9＞
2025 年度	+1.0 ～ +1.2 ＜+1.1＞	+1.7 ～ +2.1 ＜+1.9＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+1.9＞
7月時点の見通し	+0.9 ～ +1.1 ＜+1.0＞	+2.0 ～ +2.3 ＜+2.1＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+1.9＞
2026 年度	+0.8 ～ +1.1 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+1.9＞	+1.9 ～ +2.2 ＜+2.1＞
7月時点の見通し	+0.8 ～ +1.0 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+1.9＞	+1.9 ～ +2.2 ＜+2.1＞

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

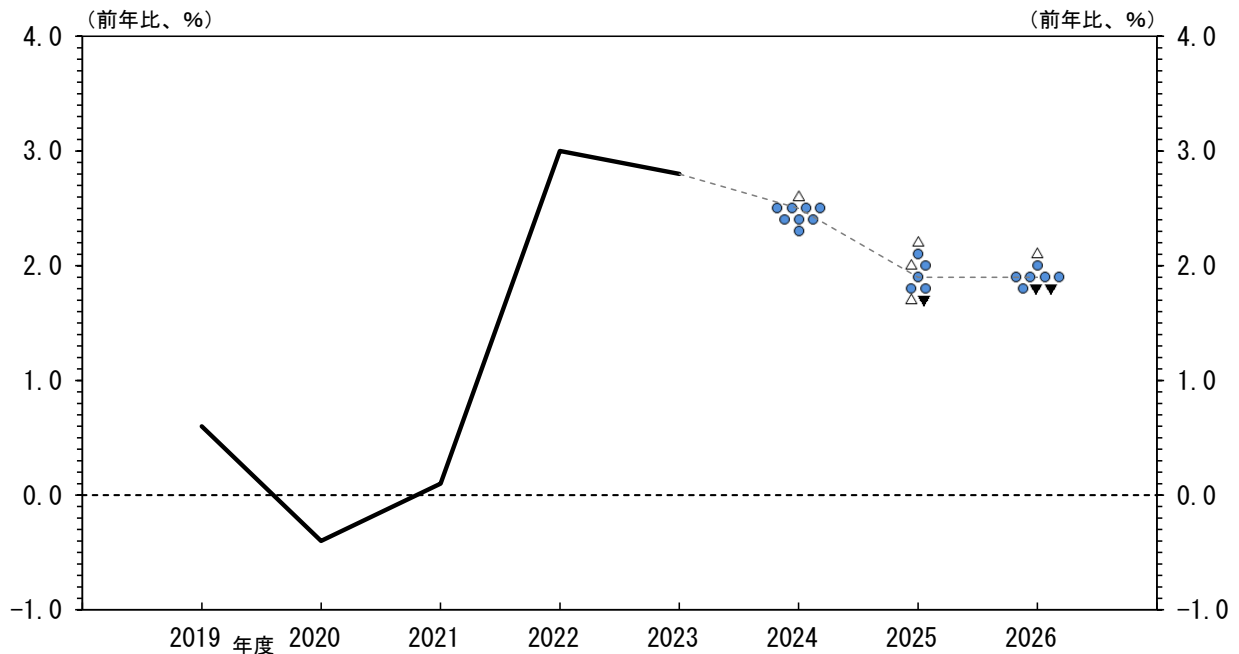
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

(6年12月19日決定)

「金融政策の多角的レビュー」の基本的見解を決定する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり決定すること。

【概要：基本的見解¹】

1. 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。

¹ 2024 年 12 月 18、19 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された、金融政策の多角的レビューの「基本的見解」である。

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フレーション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はできなかった。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とで、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ー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。

2. 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す。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す。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。

(6年12月19日決定)

金融市場調節方針の決定に関する件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

(6年12月19日決定)

「当面の金融政策運営について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2024年12月19日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^{（注）}。

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、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、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、来年度にかけては、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。

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。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。

3. 本会合では、2023 年 4 月以降実施してきた「金融政策の多角的レビュー」を取りまとめた。「多角的レビュー」では、過去 25 年間のわが国の経済・物価・金融情勢について振り返ったうえで、非伝統的な金融政策運営の効果と副作用を点検し、先行きの金融政策運営への含意を整理した。日本銀行は、本レビューの結果も活用しつつ、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、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、中村委員、野口委員、中川委員、高田委員。反対：田村委員。田村委員は、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として、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する議案を提出し、反対多数で否決された。

(7 年 1 月 24 日 決 定)

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

(7 年 1 月 24 日 決 定)

補 完 当 座 預 金 制 度 の 適 用 利 率 の 変 更 等 に 関 す る 件

(案 件)

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

記

補完当座預金制度の適用利率 年 0 . 5 %

別紙.

「補完当座預金制度基本要領」 中一部改正

○ 4. を横線のとおり改める。

4. 適用利率

年~~0.25~~0.5%とする。

(附則)

この一部改正は、令和7年1月27日から実施する。

(7年1月24日決定)

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件

(案 件)

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

記

基準割引率および基準貸付利率	年0.75%
----------------	--------

(7年1月24日決定)

「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2025年1月24日
日 本 銀 行

金融市場調節方針の変更について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）^{（注）}。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するように促す¹。

2. 上記の金融市場調節方針の変更に伴い、以下のとおり、各種制度の適用利率の変更を決定した²（賛成8反対1）^{（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、0.5%とする³。

（2）基準貸付利率⁴

補完貸付制度については、その適用金利である基準貸付利率を0.75%とする。

3. 貸出増加支援資金供給について、予定通り2025年6月末をもって新規の貸付けを終了する。なお、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、2025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とした（全員一致）。
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おり、先行き、見通しが実現していく確度は高まってきている。すなわち、わが国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。賃金

¹ 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。

² 補完当座預金制度の適用利率および基準貸付利率は、翌営業日（1月27日）から適用する。

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

⁴ 日本銀行法第15条第1項第2号に規定する「基準となるべき貸付利率」。なお、同第1号の「基準となるべき割引率」も0.75%とする（手形割引の取り扱いは今後停止中）。

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いる。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。こうしたもと、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、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、2024年度が2%台後半となったあと、2025年度も2%台半ばとなる見通しである。この間、海外経済は緩やかな成長経路をたどっており、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全体として落ち着いている。

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、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、次回の金融政策決定会合において法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで、金融市場調節方針の変更を判断すべきであるとして反対した。

(7 年 1 月 24 日決定)

「経済・物価情勢の展望（2025 年 1 月）」の基本的見解を決定する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

経済・物価情勢の展望（2025 年 1 月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、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。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2024 年度に 2% 台後半、2025 年度に 2% 台半ばとなったあと、2026 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、2025 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。
- 前回の見通しと比べると、成長率については概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2024 年度と 2025 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。
- 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。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。
- リスクバランスをみると、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、2024 年度と 2025 年度は上振れリスクの方が大きい。

¹ 本基本的見解は、1 月 23、24 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、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. わが国の経済・物価の中心적인見通し²

（1）経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済を展望すると、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な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

² 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また、先行きの政策運営については、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。

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³。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。

（２）物価の中心的な見通し

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2024年度に2%台後半、2025年度に2%台半ばとなったあと、2026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、2025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

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

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、2024年度と2025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、昨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。2024年度と2025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%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。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

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

第1に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。米国経済は堅調に推移しており、同国の政策運営を巡る不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は全体として落ち着いている。もっとも、こうした政策運営を巡る不確実性が、同国の経済・物価動向のみならず、世界経済や国際金融資本市場に影響を及ぼしうることにについては、引き続き留意していく必要がある。また、米欧では、中央銀行による既往の利上げの影響についても、引き続き不確実性がある。この間、ウクライナや中東情勢等の帰趨次第では、海外経済への下押し圧力が高まる可能性がある。中国経済についても、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性が高いほか、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。

第2に、資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向である。資源・穀物価格については、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。中長期的には、気候変動問

題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。エネルギーや小麦など資源・穀物の輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。仮に交易条件が再び悪化する場合には、企業収益や家計の実質所得を圧迫し、企業や家計の支出行動の慎重化を通じて、設備投資や個人消費が下振れるリスクがある。また、輸入物価上昇の消費者物価への転嫁が進むもとで、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一方、資源・穀物価格が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第3に、やや長い目でみたリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。感染症の経験や人手不足の強まり、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。人口動態の変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化などによる省力化投資の動きを加速させる可能性がある。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、一部の業種における供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。さらに、地政学的リスクの高まりや貿易摩擦の強まりなどを背景に、グローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。

(2) 物価のリスク要因

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

第1に、企業の賃金・価格設定行動である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、賃金と物価の好循環が引き続き強まっていくことを想定している。もっとも、中小企業を中心に賃金上昇の価格転嫁は容易ではないとの声も引き続き聞かれており、今後、輸入物価からの価格転嫁の影響が減衰していくもとで、賃金上昇分を含め、コストの販売価格への転嫁の動きが弱まることがないか注視していく必要がある。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まるもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく

可能性がある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられる。

第2に、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は、上振れ・下振れ双方の要因となる。世界経済の先行き等を巡る不確実性は高く、これが国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。また、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。

4. 金融政策運営

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

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、2024年度に2%台後半、2025年度に2%台半ばとなったあと、2026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。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡る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、2024年度と2025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

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

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。

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

(参考)

2024～2026 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、＜ ＞内は政策委員見通しの中央値。

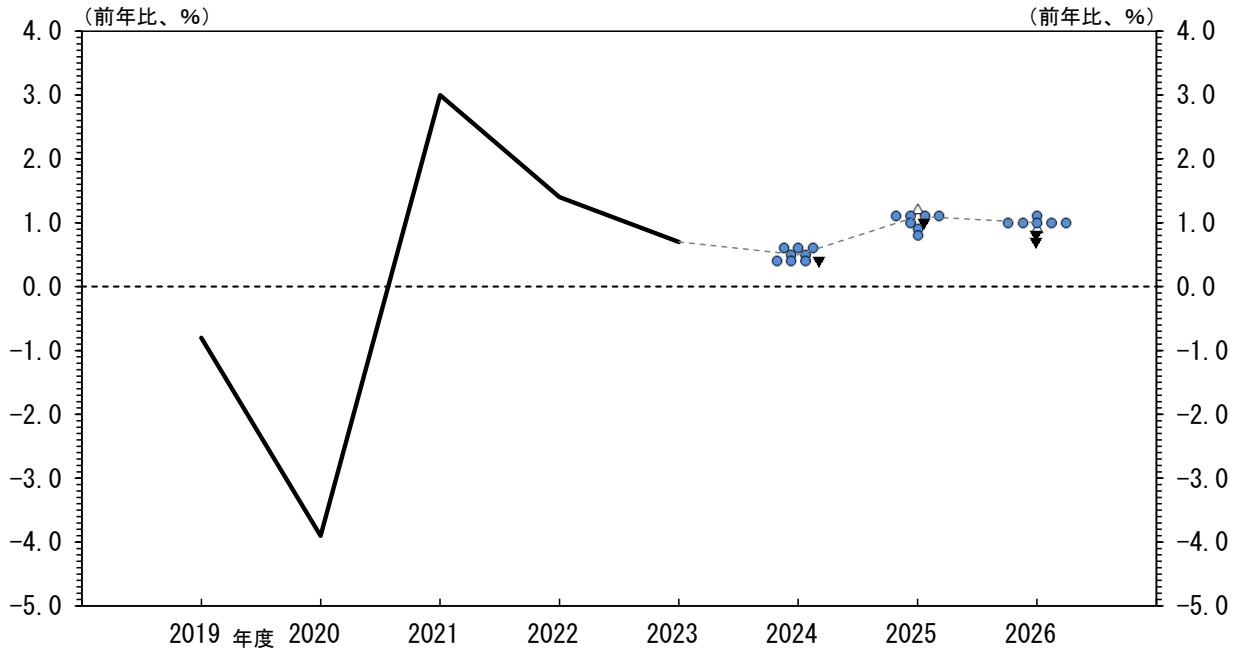
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2024 年度	+0.4 ～ +0.6 ＜+0.5＞	+2.6 ～ +2.8 ＜+2.7＞	+2.1 ～ +2.3 ＜+2.2＞
10月時点の見通し	+0.5 ～ +0.7 ＜+0.6＞	+2.4 ～ +2.5 ＜+2.5＞	+1.9 ～ +2.1 ＜+2.0＞
2025 年度	+0.9 ～ +1.1 ＜+1.1＞	+2.2 ～ +2.6 ＜+2.4＞	+2.0 ～ +2.3 ＜+2.1＞
10月時点の見通し	+1.0 ～ +1.2 ＜+1.1＞	+1.7 ～ +2.1 ＜+1.9＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+1.9＞
2026 年度	+0.8 ～ +1.0 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.1 ＜+2.0＞	+1.9 ～ +2.2 ＜+2.1＞
10月時点の見通し	+0.8 ～ +1.1 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+1.9＞	+1.9 ～ +2.2 ＜+2.1＞

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

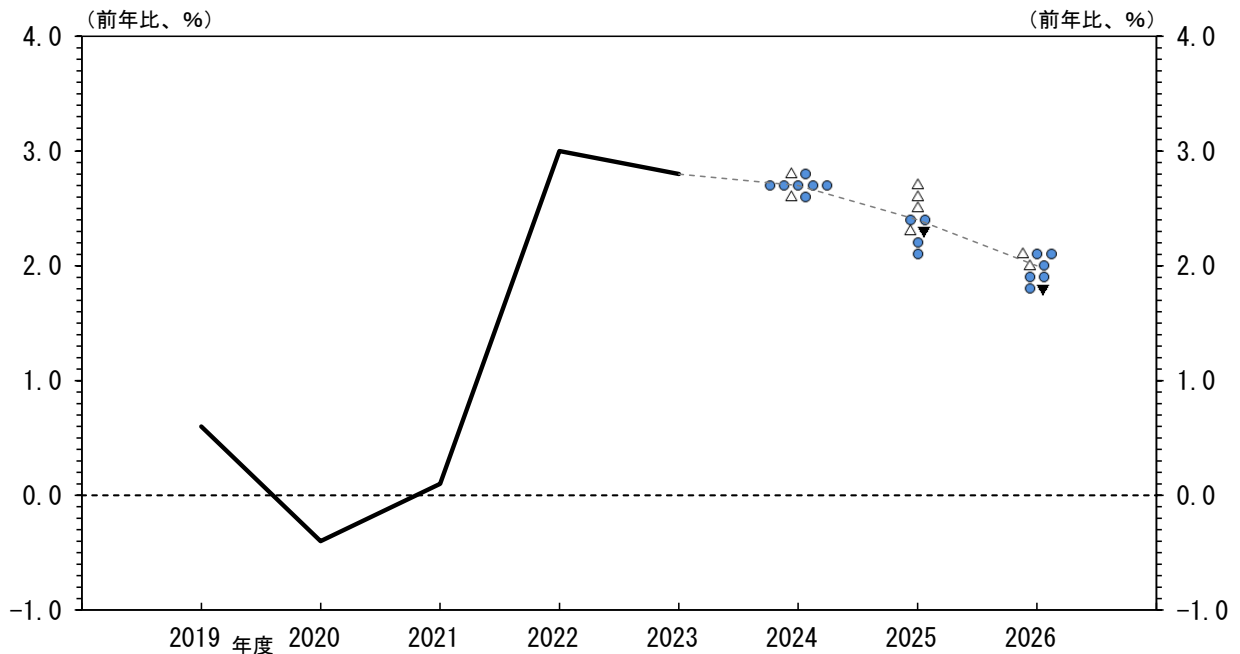
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

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

(7 年 3 月 19 日 決 定)

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

(案 件)

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

(7年3月19日決定)

「当面の金融政策運営について」の公表に関する件

(案 件)

標題の件に関し別紙のとおり公表すること。

2025年3月19日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致）。

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。

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。企業収益が改善傾向にあるもとで、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、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。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、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、来年度にかけては、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。

リスク要因をみると、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、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。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

2. 金融政策手段に係る事項の決定又は変更

「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」の一部改正に関する件（令和7年1月24日決定）

「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」の一部改正に関する件

（案 件）

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」（平成24年12月20日付政委第107号別紙2.）を別紙. のとおり一部改正すること。

以 上

別紙.

「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」中一部改正

○ 附則を横線のとおり改める。

(附則)

1. この基本要領は、本日から実施し、令和10年3月31日をもって廃止する。
2. 令和7年7月1日から同年12月31日までの間に満期が到来する貸付けについて、貸付先が希望する場合には、次に定める条件で、満期日における借り換えを認める。

(1) 貸付限度額

借り換えの対象となる貸付けの期日返済額の5割とする。

(2) その他の条件については、基本要領の定めを準用する。

(附則)

この一部改正は、本日から実施する。