

3. 金融政策決定会合議事要旨 (令和6年10月30、31日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2024年10月30日(14:00～16:15)
10月31日(9:00～11:41)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	寺岡光博	大臣官房総括審議官 (30日)
	斎藤洋明	財務副大臣 (31日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官 (30日)
	赤澤亮正	経済財政政策担当大臣 (31日)

(執行部からの報告者)

理事	高口博英
理事	加藤 毅
理事	清水誠一
理事	諏訪園健司
企画局長	正木一博
企画局政策企画課長	長野哲平
企画局政策調査課長	開発壮平 (30日 15:10～16:15)
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	中村康治
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田 健

(事務局)

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

I．金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（9月19、20日）で決定された金融市場調節方針^{（注）}に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.225～0.228%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2024年9月は月間5.3兆円程度の買入れを行った。2024年10月は、2024年7月の会合で決定された減額計画に沿って、月間の買入れ額を4,000億円程度減額し、月間4.9兆円程度の買入れを行った。CP・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、運営した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.25%程度で推移した。GCレポレートは、多少の振れを伴いつつも、概ね無担保コールレート並みの水準で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、幾分低下した。

わが国の株価（TOPIX）は、小幅に上昇した。長期金利（10年物国債金利）は、米国金利に連れつつ、小幅に上昇した。国債市場の流動性指標をみると、多くの指標で8月に一時的に悪化した水準からの改善方向の動きが続いている。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国の金利上昇等を受けて、円安方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、円安方向の動きとなった。

3．海外金融経済情勢

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

先行きの海外経済は、緩やかな成長が続くと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国中央銀行の既往の利上げの影響のほか、中国

^{（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。」

経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、市場予想比堅調な経済指標を受けて、大幅に上昇した。欧州の長期金利も、米国金利に連れつつ、小幅に上昇した。米国の株価は、市場予想比堅調な経済指標を受けて、小幅に上昇した。欧州の株価は、期間を通じてみれば横ばいとなった。この間、新興国通貨は米国経済の堅調さを映じたドル高を背景に、幅広い国で下落した。原油価格は期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、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見込まれる。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、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見込まれる。

企業収益は、改善している。業況感は良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は、緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、4～6月に一部自動車メーカーの生産・出荷が再開されるもとで増加したあと、7～8月の4～6月対比も、サービス消費が基調としては緩やかに増加するもとで、猛暑効果による財の販売増加などもあって、小幅に増加した。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、9月以降の個人消費は、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向の影響を指摘する声は聞かれるものの、緩やかな増加基調にあるとみられる。消費者マインドは、下げ止まっている。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもと

で、緩やかな増加基調が続くと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。

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

物価面について、商品市況は、総じてみれば上昇している。国内企業物価（夏季電力調整後）の3か月前比は、既往の商品市況下落などを受けて伸び率を縮小し、小幅のプラスで推移している。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続け、足もとでは2%台後半のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台半ばとなっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価についてみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、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。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度

は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3 %程度となっている。C P・社債計の発行残高の前年比は、3 %台前半となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、このところ増勢が鈍化している。

この間、マネーストックの前年比は、1 %台半ばとなっている。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

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

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

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全 14 指標のうち 11 指標が、過熱でも停滞でもない状態となっており、株価等の 3 指標については、過熱方向にトレンドから乖離した状態となっている。金融ギャップは、ひと頃と比べてプラス幅が縮小した状態が続いている。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、全体としては金融活動に過熱感は見られない。ただし、金融活動が実体経済活動から大きく乖離することはないか、引き続き注視する必要がある。

II. 金融政策の多角的レビューに関する執行部からの報告および委員会の検討の概要

1. 執行部からの報告

2023 年 4 月の金融政策決定会合における「金融政策の多角的レビュー」の実施決定以降、これまで、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、金融政策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 月の金融政策決定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。

2. 委員会の検討

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、今回の決定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 月の決定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の、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の、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。

Ⅲ．金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1．経済・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、委員は、市場センチメントはひと頃比べて改善しているとの認識で一致した。その背景として、大方の委員は、米国において堅調な経済指標が相次いだことを指摘した。一人の委員は、米国経済の大幅な減速や、それを回避するための大幅な利下げによって、国際金融資本市場に大きな影響を及ぼすリスクは、前回会合時点対比でみれば低下したとの見解を示した。もっとも、この

委員を含む多くの委員は、引き続き、国際金融資本市場の動向を注視していく必要があるとの認識を示した。複数の委員は、米国経済がソフトランディングしていくかどうか見極めにくい状況が続くもとで、今後の経済指標やF R Bの金融政策運営に対する不透明感から、市場が変動しやすい展開が続く可能性があると指摘した。別の複数の委員は、最近の国際金融資本市場は、米国の大統領・議会選挙を巡る思惑で動いているところもあるとみられ、選挙後の市場動向を確認する必要があると述べた。

海外経済について、委員は、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。ある委員は、各国・地域の経済状況には、相応のばらつきがあるとの見解を示した。

米国経済について、委員は、F R Bによる既往の利上げの影響を受けつつも、個人消費を中心に緩やかに成長しているとの認識で一致した。大方の委員は、前回会合以降の個人消費や雇用関連の指標がしっかりとしていたことなどを指摘したうえで、引き続き、ソフトランディングがメインシナリオとなると指摘した。このうちの一人の委員は、G D P統計の改定によって、家計貯蓄率が低下トレンドから横ばいに変化したことを指摘し、個人消費の持続性に期待が持てるとの見解を示した。別の一人の委員は、家計や企業のバランスシートは健全であり、金融環境も過度に引き締まっていないと述べた。この間、複数の委員は、新政権の政策運営が、経済・物価に及ぼす影響についても、注意が必要と指摘した。また、別の一人の委員は、米国の長期金利上昇が、今後もある程度持続するようなことがあれば、P E Rのようなバリュエーションの調整を起点として、株式や不動産等の資産価格が下落し、これが個人消費や設備投資等の実体経済に波及するといったように、米国経済を減速させるリスクがあるとの見方を示した。

欧州経済について、委員は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっているとの認識を共有した。ある委員は、欧州経済の弱さの背景として、エネルギーコストの高止まりや、高い賃金上昇率によるコスト上昇、E Vなどでの中国企業との競争激化などを指摘した。別の一人の委員は、欧州の中でもドイツ経済にとくに弱めの動きがみられると指摘したうえで、その背景として、地政学的な要因とともに、中国経済の改善ペース鈍化の影響を指摘した。

中国経済について、委員は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースが鈍化しているとの見方を共有した。何人かの委員は、不動産部門の調整には時間を要する可能性が高く、当局による政策対応によって景気の急

減速は避けられたとしても、当面、経済の力強い回復は期待しがたいとの見方を示した。このうちの一人の委員は、家計の節約志向が強まるもとで、成長は外需頼みとなっているが、このことが貿易摩擦を生む要因ともなっていると指摘した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、IT関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。ある委員は、ASEANでは、中国との競争激化の影響が懸念されるとの見方を示した。

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。また、委員は、企業の資金調達コストは上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移しているとの見方を共有した。この間、一人の委員は、国債先物取引におけるチーペスト銘柄の需給ひっ迫というイールドカーブ・コントロールの副作用によって、国債市場の流動性の低下や金利の歪みが懸念されると指摘したうえで、それを軽減するため、国債補完供給の減額措置をためらうことなく利用してもらえるよう、引き続き促していくことが重要であると指摘した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・物価情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの認識を共有した。一人の委員は、個人消費の伸びは依然としてやや弱めながらも、生産、雇用、所得などは緩やかに伸びており、ほぼ想定通りの動きとなっていると付け加えた。ある委員は、企業・家計のマインドに関連して、中小企業の経営者からは、経営に影響が大きいのは金利よりも為替とする声が聞かれるほか、家計についても、各種のアンケート調査では円安の修正を歓迎しているようにみえると述べた。

輸出について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。

鉱工業生産について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの見方を共有した。

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

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。複数の委員は、今春以降の所定内給与の増加に加え、夏季賞与の増加もあって、所得面から

個人消費が支えられてきているとの見解を示した。このうちの一人の委員は、6、7月の毎月勤労統計において実質賃金の前年比がプラスとなったことを指摘したうえで、消費者マインドも下げ止まっていると付け加えた。この間、一人の委員は、Eコマースの情報捕捉には限界があるほか、コロナ禍以降の消費者の行動変容の影響を統計で捉えることも容易ではないと指摘した。そのうえで、この委員は、企業の購買データを用いた価格戦略の高度化なども踏まえると、個人消費の情勢を判断するにあたり、マクロ統計に対する目線を上げすぎず、コロナ禍以前とは異なる基準で評価することが適切であるとの見解を示した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。

物価面について、委員は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとは2%台半ばとなっているとの認識で一致した。何人かの委員は、賃金上昇の影響が、物価面にも表れてきていると指摘した。そのうえで、このうちの複数の委員は、10月の東京都区部の消費者物価は、米の値上がりと、その影響により外食が上振れているが、それ以外は、サービス価格の改定の動きを含めて、ほぼ見通し通りと評価できるとの見解を示した。また、一人の委員は、今年の前半に進んでいた急速かつ一方的な円安が、7月末以降に、一旦反転したことで、輸入価格上昇が抑制されつつあり、その影響が企業物価や消費者物価にも徐々に波及しつつあるようにみえると指摘した。

この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの見方で一致した。

2. 経済・物価情勢の展望

2024年10月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、わが国経済について、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、との認識を共有した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、グローバルなIT関連財の回復などから、増加基調に復していくとの見方で一致した。

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

設備投資について、委員は、企業収益が改善傾向をたどるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けるとの見方で一致した。一人の委員は、需要が供給を下回る状況が続くもとでは、設備投資計画が先送りされる可能性があるとの見解を示した。

個人消費について、委員は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くとの見方で一致した。また、その後についても、雇用者所得の改善が続くもとで、個人消費は緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、今後は、実質賃金の上昇基調の定着により、個人消費の拡大基調がより明確になることが見込まれるとの見解を示した。この点に関連し、ある委員は、将来不安が家計の節約志向につながっており、これを払拭するためには、物価上昇を上回る賃金上昇が定着する必要があると指摘した。

雇用者所得について、委員は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けるとの見方を共有した。複数の委員は、人手不足のもと、中小企業も含めて賃上げの必要性が当然視される状況になっているとの見解を示した。このうちの一人の委員は、大企業の一部からは、既に高めの賃上げの実施方針が示されているほか、中小企業についても、賃上げは難しいとの声は引き続きあるが、この時期としては賃上げに前向きな声が多くなっていると指摘した。こうしたもと、何人かの委員は、来年の春季労使交渉における賃上げ率は高い水準が続くと見込まれると指摘した。このうちの一人の委員は、過去3年間の消費者物価の上昇幅に一般労働者の所定内給与の上昇幅は追いついていないと指摘したうえで、来年の春季労使交渉でもしっかりと賃上げが実現する必要があるとの認識を示した。ある委員は、支店長会議では、中小企業は業績が厳しい中で人材係留目的の防衛的賃上げを行っているとの声も多く聞かれ、賃上げの持続性には懸念があると指摘した。そのうえで、この委員は、相応の時間がかかるが、持続可能な前向きな賃上げを実施できるよう、中小企業自身も生産性を高めるための一回り大きくなる事業構造改革に取り組むことが鍵になると述べた。この間、一人の委員は、人手不足による賃上げが賃金と物価の好循環をもたらすことが期待されるが、短期的には、労働供給の制約が、収益性の低い事業分野からの撤退に伴う事業縮小などを通じて、経済の成長を減速させるリスクもあると指摘した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、7月の

展望レポート時点と比べると、概ね不変であり、先行きの景気展開に対する基本的な見方に変化はないとの認識を共有した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、今年度に2%台半ばとなったあと、2025年度および2026年度は、概ね2%程度で推移するとの見方で一致した。また、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について、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、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。2025年度にかけては、政府による施策の反動が前年比に押し上げ方向で、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の認識も共有した。

一人の委員は、先行き物価が見通しに沿って推移していくか点検していく際、①賃金上昇が個人消費の拡大を通じて、需要面から物価を支えるか、②企業が、賃金の上昇を販売価格に転嫁するという供給側の経路が円滑に機能しているか、という両面をみていく必要があると指摘した。ある委員は、本年初から夏前にかけて進展した為替円安の一服や原油価格の下落を受けて物価の上振れリスクは低下しているが、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変化しているもと、物価が上昇していく傾向は続くとの見方を示した。別の一人の委員は、今後の日米の財政政策の展開とそのもとでの為替相場の動向について、物価への影響を懸念しているとの見解を示した。この間、一人の委員は、従来のパターンでは輸入物価から消費者物価への波及がピークを迎えるのは概ね半年後と指摘したうえで、2年前にピークを付けた輸入物価上昇の消費者物価上昇率への影響は、遠くない先に出尽くす可能性があるとの指摘した。そうした認識を踏まえ、この委員は、観察される物価上昇率のどの程度が基調的なものなのか、よくみていくタイミングになってきていると付け加えた。

委員は、こうした中心的な物価の見通しを、7月の展望レポート時点と比べると、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との認識を共有した。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。委員は、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高いとの認識で一致した。また、そのもと

で、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、③わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響、の3点を挙げた。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動や、②今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及には注意が必要であるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、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との認識を共有した。

リスクバランスについて、委員は、各委員が示したリスク評価を全体として評価すると、①経済の見通しについては、概ね上下にバランスしている、②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、との認識を共有した。

IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%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2025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・物価の見通しの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、見通しの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。

V. 政府からの出席者の発言

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復していると認識している。ただし、海外景気の下振れ等に十分注意が必要である。
- 「経済あつての財政」との考え方に立ち、デフレ脱却最優先の経済財政運営を行い、「賃上げと投資が牽引する成長型経済」の実現を図る。
- 日本銀行には、引き続き政府と緊密に連携し、十分な意思疎通を図りながら、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けて、適切な金融政策運営を期待する。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- デフレ脱却最優先の経済財政運営を行う方針であり、その第一歩として、10月4日に総理から経済対策の策定指示があり、策定作業を進めている。今後、総合的な経済対策を決定し、補正予算を提出する。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。その上で、情報発信を含め、しっかりと金融資本市場とコミュニケーションを図っていただきたい。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

採決の結果

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

反対：なし

2. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

議長から、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、11月1日に公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2024年9月19、20日開催分）が全員一致で承認され、

11月6日に公表することとされた。

以 上

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12月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2024年12月18日(14:00～16:00)
12月19日(9:00～11:45)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	寺岡光博	大臣官房総括審議官(18日)
	斎藤洋明	財務副大臣(19日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官(18日)
	瀬戸隆一	内閣府副大臣(19日)

(執行部からの報告者)

理事	高口博英	(18日 15:15～16:00)
理事	加藤 毅	
理事	清水誠一	
理事	諏訪園健司	
企画局長	正木一博	
企画局政策企画課長	長野哲平	
企画局政策調査課長	開発壮平	(18日 15:15～16:00)
金融機構局長	鈴木公一郎	(18日 15:15～16:00)
金融市場局長	藤田研二	
調査統計局長	中村康治	
調査統計局経済調査課長	須合智広	
国際局長	近田 健	

(事務局)

政策委員会室長	播本慶子
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	八木智之
企画局企画役	北原 潤
企画局企画役	西野孝佑

I. 金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（10月30、31日）で決定された金融市場調節方針^{（注）}に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.227～0.232%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2024年7月の会合で決定された減額計画に沿って、月間4.9兆円程度の買入れを行った。CP・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、運営した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.25%程度で推移した。GCレポレートは、振れを伴いつつも、概ね無担保コールレート並みの水準で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、上昇した。

わが国の株価（TOPIX）は、米国株価の上昇に連れつつも、米国の次期政権の関税政策に対する懸念等が重石となり、概ね横ばいとなった。長期金利（10年物国債金利）は、日本銀行による利上げが意識されるもとで、小幅に上昇した。国債市場の流動性指標をみると、改善方向の動きが続いている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断DIは、マイナス幅が縮小し、2015年11月調査以来の水準まで改善している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差の動きに連れて上下にやや大きめに振れる展開となったが、期間を通じてみれば概ね横ばいとなった。円の対ユーロ相場は、円高方向の動きとなった。

3. 海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、個人消費を中心に堅調に成長している。欧州経済は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっている。中国経済は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースが鈍化している。中国以外の新興国・資源国経済は、IT関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、総じてみれば緩やかに改善している。

（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。」

先行きの海外経済は、緩やかな成長が続くと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国の政策運営の帰趨のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、次期政権のもとでの財政政策運営を巡る思惑から振れる場面もみられたが、期間を通じてみると小幅に上昇した。欧州の長期金利は、域内の軟調な経済指標を受けて、欧州中央銀行の利下げを織り込む動きが一段と進展し、低下した。米国の株価は、次期政権のもとでの拡張的な財政政策や規制緩和に対する期待の高まり等を受けて、上昇した。この間、新興国通貨は、米国の次期政権の政策展開を巡る思惑を受けたドル高を背景に、幅広い国で下落した。原油価格は、横ばい圏内で推移した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、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見込まれる。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、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見込まれる。

企業収益は、改善傾向にある。業況感は良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は、緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、7～9月に、サービス消費が基調として緩やかに増加するもとで、猛暑効果や自然災害に備えた財の販売増加などもあって増加したあと、10月の7～9月対比は、猛暑効果や備蓄需要の反動減に加え、残暑による秋冬物衣料の販売不調もあって、非耐久財を中心に減少した。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づくと、11月以降の個人消費

も、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向の影響を指摘する声は聞かれるものの、緩やかな増加基調にあるとみられる。消費者マインドは、横ばい圏内の動きとなっている。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。

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

物価面について、商品市況は、総じてみれば小幅に下落している。国内企業物価の3か月前比は、米類の価格上昇に加え、円安の影響や政府による電気・ガス代の負担緩和策縮小もあって、プラス幅を拡大している。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続け、足もとでは3%程度のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台前半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価についてみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。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。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3 %台前半となっている。C P・社債計の発行残高の前年比は、2 %台後半となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、このところ増勢が鈍化している。

この間、マネーストックの前年比は、1 %台前半となっている。

Ⅱ．金融政策の多角的レビュー

1．執行部からの報告

2024 年 10 月の金融政策決定会合における議論を踏まえ、「金融政策の多角的レビュー」の取りまとめ案を作成した。最初に、本日、議決頂く「基本的見解」の内容について、報告する。

「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、副作用をもたらす

うること、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。

2. 委員会の検討

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回の会合以外の決定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、毎回の金融政策決定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。

3. 採決

以上の議論を踏まえ、議長から、「金融政策の多角的レビュー」の「基本的見解」の議案が提出され、採決に付された。

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

III. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢

国際金融資本市場について、委員は、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。

米国経済について、委員は、個人消費を中心に堅調に成長しているとの認識で一致した。先行きについて、委員は、この間に公表された経済指標等も踏まえると、引き続き、ソフトランディングがメインシナリオとなるとの認識を共有した。何人かの委員は、夏場に懸念された労働市場が急速に悪化するリスクは後退しており、個人消費に支えられた経済成長の持続が確認されてきていると指摘した。もっとも、多くの委員は、米国の次期政権の政策運営を巡る不確実性は高く、その経済・物価への影響を注視していく必要があるとの認識を示した。複数の委員は、次期政権の政策運営が米国の経済・物価に及ぼす影響は、採用される具体策によるところが大きく、現時点では見極め難いと指摘した。別の一人の委員は、政策運営やそれも受けた経済情勢に関する不確実性が高いもとで、指標発表等で市場が大きく変動する可能性に引き続き留意が必要と付け加えた。また、複数の委員は、米国の次期政権の政策運営は、米国の経済・物価情勢のみならず、世界経済や国際金融資本市場にも大きな影響を及ぼし得るものであるとの認識を示した。この間、何人かの委員は、米国の次期政権が採用を検討しているとされる政策は、米国のインフレを高める方向に作用するとの見方を示した。このうちの一人の委員は、財政面からの下支えが期待されることから、ソフトランディングというより、むしろ早い時期に経済が再加速することも想定されると述べた。別の一人の委員

は、米国経済の不確実性は、8月に比べれば焦点が下方リスクから上方リスクにシフトしていると指摘した。

欧州経済について、委員は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっているとの認識を共有した。複数の委員は、欧州中央銀行の利下げが下支えとなる一方、ドイツ・フランスでは政治情勢を巡る不透明感の高まりが経済の重石となっているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、米国の次期政権の通商政策は欧州経済にも大きな影響を与え得ると指摘した。

中国経済について、委員は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースが鈍化しているとの見方を共有した。先行きについて、複数の委員は、財政支出や金融緩和が引き続き下支えに作用すると見込まれるものの、不動産市場や労働市場の調整圧力は継続する可能性が高いと指摘した。そのうえで、これらの委員は、過剰供給能力を背景とした貿易摩擦の拡大も懸念されると付け加えた。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、IT関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。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、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。

輸出・鉱工業生産について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。一人の委員は、トレンドが明確に上向かない背景として、労働力不足から企業が生産拠点を海外に移転している可能性や電気自動車の世界的な普及に伴い他国にシェアを奪われている可能性などを指摘した。

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

致した。ある委員は、短観における企業の設備投資計画は高めの増加を維持しており、企業収益が設備投資に向かう前向きの循環に変化はないと指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。ある委員は、最近になって、これまで以上に幅広い層で非労働力人口が減少していると指摘したうえで、労働需給の一段の引き締めを示唆しているとの見解を示した。また、多くの委員は、人手不足が強まるもと、企業業績が改善傾向を続けていることもあって、今後とも名目賃金は高めの伸びを続けることが見込まれるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、人手不足が強まる中、収益水準の高い大企業が先導するかたちで、来年の春季労使交渉でも相応に高い賃上げが実現する可能性が高まってきたとの見方を示した。別の一人の委員は、賃上げを収益の還元策ではなく人手確保のための手段・前提であるとする企業行動のパラダイムシフトが起きていると指摘したうえで、来年の春季労使交渉では2%の物価上昇と整合的なしっかりとした賃上げが期待できると述べた。ある委員は、政府の施策もあって価格転嫁の動きが広がっていると指摘したうえで、最低賃金の引き上げとも相まって、幅広い先で賃上げが続くことが期待されるとの見解を示した。この間、何人かの委員は、メインシナリオとしては賃上げの継続が想定されるものの、現時点では、実際に来年も高い賃上げが継続するかについて十分な情報が得られておらず、不確実性が高いと指摘した。この点に関連し、一人の委員は、中小企業の中には、マクロでみた収益環境改善の恩恵を受けていない一方、最低賃金やパート賃金の大きめの上昇から強い賃上げ圧力に直面している先もみられると述べた。そのうえで、この委員は、企業規模などの属性別に物価上昇や賃上げの影響は異なっており、企業間のばらつきが大きい点には留意が必要との見方を示した。ある委員は、中小企業の賃上げには収益の拡大を伴わない防衛的なものもみられ設備投資との両立が難しい状況が窺われると指摘したうえで、企業は賃金の持続的な向上に向け、稼ぐ力の向上努力を続ける必要があり、地域金融機関にも中小企業が生産性向上に必要な一回り大きくなる構造改革の伴走支援強化を期待していると付け加えた。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きについても、委員は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くとの見方を共有した。一人の委員は、消費者の値上げに対する姿勢は未だに厳しいとみられることか

ら、個人消費増加の持続性を評価するにあたっては、家計のマインドセットの変化を見極めることが重要であると指摘した。別の一人の委員は、物価上昇の見通しが更に強まれば、堅調さを維持している個人消費が下振れるリスクが大きくなるとしたうえで、様々な物価・予想物価の指標を用いつつ、物価上昇が個人消費に及ぼす影響を評価する必要があると述べた。また、ある委員は、中小企業では防衛的賃上げが多いとみられることから、その従業員は賃上げの持続性に漠たる不安を抱えており、根強い節約志向の背景となっていると指摘した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは2%台前半となっているとの認識で一致した。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、2022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。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高いとの認識で一致した。また、委員は、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、特に、このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面があるとの認識を共有した。この間、何人かの委員は、本年前半の為替円安や原油価格上昇が進んだ局面と比べると、足もとでは、輸入物価上昇を受けた物価上振れリスクは後退した状況にあると指摘した。この点に関連し、一人の委員は、米国の次期政権の政策運営が為替市場に及ぼしうる影響について、インフレ率上昇、金利高、ドル高というルートが考えられる一方、輸出産業重視のためにドル安を志向する可能性もあり、留意が必要との見方を示した。別の一人の委員は、為替相場はひと頃に比べてかなり円安の水準が続いており、為替相場のミスアラインメントが拡大すると、調整時のショックが大きくなりかねないと指摘した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。また、委員は、企業の資金調達コストは、上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移しているという評価を共有した。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が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。

IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%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。

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、来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、本年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もあることから、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、今回の決定会合で、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。

V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、経済対策・令和6年度補正予算の政策の迅速かつ適切な執行を通じて、賃金上昇が物価上昇を安定的に上回る経済を実現し、「賃上げと投資が牽引する成長型経済」への移行を進める。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。その上で、情報発信を含め、しっかりと金融資本市場とコミュニケーションを図っていただきたい。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復していると認識している。ただし、海外景気の下振れリスク等の不確実性に十分注意が必要である。
- 政府は、経済対策・補正予算を迅速かつ着実に実行し、日本経済がコストカット型から成長型経済に移行できるよう万全を期す。
- 日本銀行には、引き続き政府と緊密に連携し、十分な意思疎通を図りながら、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けて、適切な金融政策運営を期待する。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

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

これに対して、田村委員からは、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、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（田村委員案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

議長から提出された議案および田村委員から提出された議案が、田村委員案、議長案の順に採決に付された。

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

採決の結果

賛成：田村委員

反対：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

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

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、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

2. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 議事要旨の承認

議事要旨（2024年10月30、31日開催分）が全員一致で承認され、12月24日に公表することとされた。

以 上

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23、24日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2025年1月23日(14:00～15:53)
1月24日(9:00～12:16)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃) (注)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

(注) 中村委員は、電話会議により出席。

4. 政府からの出席者：

財務省	寺岡光博	大臣官房総括審議官 (23日)
	斎藤洋明	財務副大臣 (24日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官 (23日)
	瀬戸隆一	内閣府副大臣 (24日)

(執行部からの報告者)

理事	高口博英
理事	加藤 毅
理事	清水誠一
理事	諏訪園健司
企画局長	正木一博
企画局審議役	服部良太 (23日 15:06～15:53)
企画局政策企画課長	長野哲平
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	藤田研二
調査統計局長	中村康治
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田 健

(事務局)

政策委員会室長	播本慶子
政策委員会室企画役	木下尊生
政策委員会室企画役補佐	安藤正広
企画局企画調整課長	土川 颯 (23日 15:06～15:53)
企画局企画役	丸尾優士
企画局企画役	八木智之
企画局企画役	北原 潤

I．金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（12月18、19日）で決定された金融市場調節方針^{（注）}に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.226～0.232%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2024年12月は月間4.9兆円程度の買入れを行った。2025年1月は、2024年7月の会合で決定された減額計画に沿って、月間の買入れ額を4,000億円程度減額し、月間4.5兆円程度の買入れを行った。CP・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、運営した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは0.25%程度で推移した。GCレポレートも、概ね無担保コールレート並みの水準で推移した。ターム物金利をみると、短国レート（3か月物）は、上昇した。

わが国の株価（TOPIX）は、NISA制度の本年分の非課税枠の買い付け開始に伴う買いフロー等がみられたものの、米国新政権の政策運営を巡る思惑等が引き続き意識されるもとで、概ね横ばいとなった。長期金利（10年物国債金利）は、先行きの金融政策運営に対する見方や米国金利上昇を背景に、上昇した。国債市場の流動性指標をみると、昨年末にかけて取引が減少するもとで幾分悪化したが、1月入り後は改善方向の動きとなっている。為替相場をみると、円の対ドル相場および対ユーロ相場は、円安方向の動きとなった。

3．海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、個人消費を中心に堅調に成長している。欧州経済は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっている。中国経済は、足もとは政策による押し上げ効果がみられるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースは鈍化傾向にある。中国以外の新興国・資源国経済は、IT関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、総じてみれば緩やかに改善している。

（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。」

先行きの海外経済は、緩やかな成長が続くと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国の政策運営の帰趨のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、1月20日の米国の新政権発足後も、全体として落ち着いている。米国の長期金利は、米国新政権の政策運営を巡る思惑や堅調な経済指標等を受けて、小幅に上昇した。欧州の長期金利は、米国金利上昇等を受けて、大幅に上昇した。米国の株価は、金利上昇がハイテク関連銘柄等の重石となったものの、新政権の政策に対する期待等を背景に、小幅に上昇した。この間、新興国通貨は、米国金利上昇・ドル高を背景に、下落した。原油価格は、米国による新たな対ロシア制裁や米国の寒波を背景に、上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

輸出は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、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見込まれる。

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、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見込まれる。

企業収益は、改善傾向にある。業況感は良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は、緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、7～9月に、サービス消費が基調として緩やかに増加するもとで、猛暑効果や自然災害に備えた財の販売増加などもあって増加したあと、10～11月の7～9月対比は、猛暑効果や備蓄需要の反動減もあって、非耐久財を中心に小幅の減少となった。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づく、12月以降の個人消費も、物価上昇を受けた消費者

の強い節約志向の影響を指摘する声は聞かれるものの、緩やかな増加基調にあるとみられる。消費者マインドは、横ばい圏内の動きとなっている。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。

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

物価面について、商品市況は、総じてみれば小幅に上昇している。国内企業物価（夏季電力料金調整後）の3か月前比は、円安の影響などから、1%台前半のプラスとなっている。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続け、足もとでは3%程度のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、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。先行きの消費者物価についてみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、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。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇しているが、総じてみればなお低水準で推移している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3 % 台半ばとなっている。C P・社債計の発行残高の前年比は、4 % 台半ばとなっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、このところ増勢が鈍化している。

この間、マネーストックの前年比は、1 % 台前半となっている。

(3) 金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

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

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

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全 14 指標のうち 12 指標が、過熱でも停滞でもない状態となっており、株価等の 2 指標については、過熱方向にトレンドから乖離した状態となっている。金融ギャップは、ひと頃と比べてプラス幅が縮小した状態が続いており、全体として金融活動に過熱感は見られない。ただし、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り、今後も、金融活動が実体経済活動から大きく乖離することがないか、注視する必要がある。

Ⅱ．貸出増加支援資金供給の終了に伴う経過措置

1．執行部からの説明

貸出増加支援資金供給については、足もとまでの経済・金融情勢を踏まえると、現行の貸付実行期限である本年 6 月末をもって新規貸付けを終了することが適当と考えられる。本資金供給を終了した場合に、金融機関の資金繰りや市場金利等に与える影響を確認したが、大きな問題は生じないと考えられる。

そのうえで、本資金供給の利用残高が高水準にあるもとで、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」の一部改正を行い、期限後、本年 12 月末までの半年間、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経過措置を設けることが適当と考えられる。

2. 委員会の検討

委員は、執行部の説明どおり、貸出増加支援資金供給について、①本年 6 月末をもって新規貸付けを終了すること、②その際、本年 12 月末までの半年間、経過措置を設けること、が適切であるとの認識で一致した。一人の委員は、金融機関の積極的な貸出姿勢などをみても本資金供給の目的は既に十分に果たしたと述べたうえで、本資金供給が金融機関の資金繰りを支援する効果はかなり強いことも踏まえると、この段階で終了することが適切であるとの見方を示した。ある委員は、日本銀行のバランスシートが縮小していく過程においては、金融機関の資金繰りについて、従来以上に丁寧にモニタリングをしていくことが重要であると指摘した。

3. 採決

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

III. 金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、委員は、市場センチメントはひと頃比べて改善した状態が続いており、1 月 20 日の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。

海外経済について、委員は、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。

米国経済について、委員は、個人消費を中心に堅調に成長しているとの認識で一致した。何人かの委員は、最近の個人消費や雇用関連の指標がしっかりとしていることなどを踏まえると、昨年夏場にみられた経済の急減速懸念は後退していると指摘した。このうちの一人の委員は、実体経済が堅調な中で、デフインフレーションのプロセスが続いており、F R B は余裕を持った政策運営が可能な状態にあると述べた。また、この委員は、昨年夏場の世界的な株価下落の一因となった雇用統

計の弱さは、一時的な振れであった可能性が高いと付け加えた。この点に関連し、別の一人の委員は、雇用には底入れの可能性が生じており、米国経済はソフトランディングしていくというより、むしろ早期に再加速する可能性が高まっているとの見方を示した。この委員は、そうしたもとで、F R Bの利下げの一時休止も見込まれていると指摘した。この間、ある委員は、米国経済についてはソフトランディング期待が高いが、同国の政策運営の不確実性が高い中、物価上昇率や金利の一段の上昇が生じれば、株価の下落を通じて、同国経済を支える個人消費を下押しする可能性もあり、注意を要すると指摘した。

欧州経済について、委員は、一部に弱さを残しつつも、下げ止まっているとの認識を共有した。ある委員は、欧州経済の弱さの背景として、エネルギーコストの高止まりや、高い賃金上昇率によるコスト上昇などを指摘した。一人の委員は、欧州の中でもドイツやフランスでとくに弱めの動きがみられると指摘した。

中国経済について、委員は、足もとは政策による押し上げ効果がみられるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースは鈍化傾向にあるとの見方を共有した。一人の委員は、不動産・労働市場では依然として調整が続いていると指摘したうえで、内需が低迷するもとで、人民元安も相まって、輸出への依存を高める可能性もあるとの見方を示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、I T関連財を中心に輸出が持ち直すもとで、総じてみれば緩やかに改善しているとの認識を共有した。

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の見方を共有した。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済・物価情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの認識を共有した。大方の委員は、わが国の景気は、これまで「展望レポート」で示してきた見通しに概ね沿って推移しているとの見方を示した。

輸出について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識で一致した。

鉱工業生産について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの

見方を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善し、業況感は良好な水準を維持するもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。そのうえで、ある委員は、企業収益について、大企業では好調だが、中小企業については、昨年4～6月に増加した後、7～9月は悪化し、2024年度上半期で前年を下回っており、まだ少し弱い面があると指摘した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。複数の委員は、好調な企業収益もあって名目賃金が増加しており、所得面から個人消費を支えていると述べた。このうちの一人の委員は、昨年11月の毎月勤労統計で実質賃金が前年比プラスに転化するなど、前向きな変化が生じているとの見方を示した。別のある委員は、賃上げの恩恵を最も受けている若年層では、個人消費が拡大傾向にあると指摘した。この間、何人かの委員は、為替円安に伴う輸入物価上昇や米・生鮮食品の価格上昇が消費者物価を押し上げており、このことが実質所得・個人消費を下押ししていると述べた。このうちの一人の委員は、食料品価格の上昇は、家計のマインドにも悪影響を及ぼしていると付け加えた。別のある委員は、個人消費をみる際には、年金世帯の所得動向や社会保険料の支払い等を勘案した可処分所得の動向に着目すべきであるとしたうえで、実質ベースでみた可処分所得の改善ペースは緩やかなものにとどまっており、家計の強い節約志向につながっていると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。

物価面について、委員は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとは3%程度となっているとの認識で一致した。大方の委員は、物価情勢は、これまで「展望レポート」で示してきた見通しに概ね沿って推移しているとの見方を示した。複数の委員は、これまで十分に価格転嫁が行われてこなかった業種・企業などで、既往の原材料価格上昇等を販売価格に反映する動きが引き続きみられているほか、人件費や物流費の上昇分を販売価格に反映する動きも幅広くみられていると述べた。そのうえで、何人かの委員は、足もとの消費者物価の前年比の高まりについては、米価格が新米流通後も下落しなかったことなども影響して

いると指摘した。

この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの見方で一致した。一人の委員は、「生活意識に関するアンケート調査」において家計の5年後の物価予想の平均値が上昇した点を指摘した。別の一人の委員は、中長期の予想物価上昇率に関する指標をみると、1%台後半となるものが増えてきていると述べた。また、ある委員は、企業や家計の予想物価上昇率は概ね2%程度となっているのではないかと、この見方を示した。これに対して、一人の委員は、予想物価上昇率が大きめに上昇しているのであれば、名目金利が低位にあるもと、実質金利の低下を通じて、景気刺激効果はより強まっているはずであるとの見方を示した。この委員は、こうした点を踏まえると、予想物価上昇率は、上昇してきているものの、2%より低い水準にあるとみるべきであると付け加えた。

2. 経済・物価情勢の展望

2025年1月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、委員は、経済情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、わが国経済について、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける、との認識を共有した。

わが国の輸出について、委員は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、グローバルなIT関連財の回復などから、増加基調に復していくとの見方で一致した。

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

設備投資について、委員は、企業収益が改善傾向を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けるとの見方で一致した。

個人消費について、委員は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くとの見方で一致した。また、その後についても、雇用者所得の改善が続くもとで、個人消費は緩やかな増加を続けるとの見方を共有した。一人の委員は、個人消費がしっかりとしていくためには、実質賃金のプラス転化が必要との認識を示したうえで、現時点での焦点は、春季労使交渉で賃金上昇のモメンタムが持続するかという点と、米や生鮮食品の

価格上昇や為替円安の継続に伴う物価の上振れの行方であると指摘した。また、何人かの委員は、今後の個人消費をみていく際には、家計の所得環境等について、属性ごとのばらつきが大きくなっている点にも留意する必要があるとの見解を示した。

雇用者所得について、委員は、名目賃金の伸び率上昇を反映して、はっきりとした増加を続けるとの見方を共有した。本年の春季労使交渉について、大方の委員は、1月の支店長会議での報告や各種アンケート調査などこれまでに得られた情報をもとにすると、昨年が続いてしっかりとした賃上げが実現すると見込まれるとの見方を共有した。このうちの一人の委員は、企業収益・労働市場・物価の状況に加え、年始にかけての経営者の発言、各種調査、支店長会議などのミクロ情報を踏まえると、本年の賃上げについて、少なくとも昨年とそれほど遜色のない水準になると予想できると述べた。別の一人の委員は、これまで各所から入手した情報からは、昨年同時期と同程度の賃上げの機運の高まりが窺われるとの見方を示した。また、この委員を含めた複数の委員は、このところ初任給の引き上げの発表が相次いでいると指摘した。この点に関連し、一人の委員は、支店長会議でも、企業の間で継続的な賃上げの重要性についての認識が高まっていることが報告されており、前年を上回る賃上げが期待できると述べた。ある委員は、先行きの賃上げを前提として中期経営計画を策定する企業が増加していると指摘したうえで、このことは、賃金は上がらないというゼロ・ノルムからの転換を端的に示していると述べた。この間、一人の委員は、大企業や中堅企業では賃上げに向けたモメンタムが着実に高まっている様子がみられるが、中小企業の中には賃上げ余力が相対的に限られる先も相応にみられており、今後、労使交渉の帰趨を確認していく必要があるとの見方を示した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、昨年10月の展望レポート時点と比べると、概ね不変であり、先行きの景気展開に対する基本的な見方に変化はないとの認識を共有した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、政策委員見通しの中央値が、今年度に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%程度になるとの見方を共有した。そのうえで、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予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの見方を共有した。また、委員は、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の認識も共有した。

委員は、こうした中心的な物価の見通しを、昨年10月の展望レポート時点と比べると、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、上振れているとの認識を共有した。一人の委員は、為替円安と原油高は、半年程度のラグをもって、電気代等の押し上げにつながると指摘した。

基調的な物価上昇率に関して、多くの委員は、今後、賃金の上昇が続くもとで、人件費や物流費などの上昇を販売価格に転嫁する動きがより広がっていくことで、徐々に高まっていくとの見方を示した。何人かの委員は、最近の予想物価上昇率の指標等をみると、今後、基調的な物価上昇率が上昇していく確度は高まってきていると判断できると指摘した。また、何人かの委員は、最近のコストプッシュ圧力の強まりが、予想物価上昇率の変化を通じて、先行きの基調的な物価上昇率に影響を及ぼすことも考えられると指摘した。一人の委員は、より長い目でみると、わが国の輸入依存度の高さや脱グローバル化の動き、新興国の経済成長といった要因も基調的な物価を押し上げる要因になりうるとの見方を示した。一方、ある委員は、家計の節約志向の強さや米欧のインフレ率の低下、中国のデフレ傾向の継続などは、先行き、物価を下押しする要因となると述べた。

委員は、労働需給の引き締まりが物価に及ぼす影響についても議論した。一人の委員は、労働供給の制約が意識されるもとで、企業の賃金・価格設定行動は変化してきており、今後、賃上げとその価格転嫁による物価上昇の循環が本格化していくとの見方を示した。この委員は、そうした状況下では、マクロ的な需給ギャップの物価に対する説明力は低くなると考えられると付け加えた。ある委員は、需給ギャップを分解すると、労働投入ギャップがプラスとなっている一方、資本投入ギャップがマイナスとなっているが、このマイナスには、人手不足によって設備が稼働出来ないことも影響していると述べた。そのうえで、この委員は、業種によって違いはあるものの、実態的には生産要素の稼働率が高くなっていることが、高い物価上昇率が続く背景にあるとの見方を示した。別の一人の委員も、人手不足感が強いもとで、物価上昇の要因が労働市場の引き締まりにシフトしてきていると指

摘した。

次に、委員は、経済・物価の見通しのリスク要因（上振れ・下振れの可能性）について議論を行った。委員は、海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高いとの認識で一致した。また、そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向、③わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響、の3点を挙げた。このうち海外の経済・物価情勢等に関連して、何人かの委員は、米国の新政権の政策運営が内外の経済や国際金融資本市場に及ぼす影響については、今後とも、丁寧にみていく必要があるとの見解を示した。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動や、②今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及には注意が必要であるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、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との認識を共有した。

リスクバランスについて、委員は、各委員が示したリスク評価を全体として評価すると、①経済の見通しについては、概ね上下にバランスしている、②物価の見通しについては、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい、との認識を共有した。

IV. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

まず、委員は、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、議論した。

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、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2022年度から4年連続で2%を有意に上回る事になり、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的にするものではなく、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とうえで、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、2025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。

V. 政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、政府からの出席者から、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（11 時 33 分中断、11 時 46 分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、本日、令和 7 年度予算を国会へ提出する。経済・財政運営に万全を期すべく、本予算の一日も早い成立に向けて取り組んでまいる。
- ご提案の政策金利の変更は、2 % の物価安定目標の実現に向けて必要と判断されたものと受け止めており、政策の趣旨の対外的に丁寧な説明を期待する。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、2 % の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復していると認識している。ただし、海外景気の下振れリスク等の不確実性に十分注意が必要である。
- 政府は、成長型経済に確実に移行できるよう政策運営に万全を期す。
- 今回の提案は、物価安定目標を持続的・安定的に実現するために必要と判断されたものと受け止めている。持続的な成長の実現には、金融面から経済をしっかり支えていただく必要があると考える。
- 日本銀行には、引き続き政府と緊密に連携し、十分な意思疎通を図りながら、2 % の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けて、適切な金融政策運営を期待する。

VI. 採決

1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、議長から、委員の多数意見を取りまとめるか

たちで、金融市場調節方針について、以下の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、賛成多数で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、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。

2. 補完当座預金制度の適用利率の変更等

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

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

補完当座預金制度の適用利率の変更等に関する議案（議長案）

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

記

補完当座預金制度の適用利率 年0.5%

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、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、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

3. 基準割引率および基準貸付利率の変更

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

採決の結果、賛成多数で決定された。

基準割引率および基準貸付利率の変更に関する議案（議長案）

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

記

基準割引率および基準貸付利率 年0.75%

採決の結果

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

反対：中村委員

—— 中村委員は、金融市場調節方針と同様の理由で反対した。

4. 対外公表文（「金融市場調節方針の変更について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公

表文（「金融市場調節方針の変更について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VII. 「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、1月27日に公表することとされた。

VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（2024年12月18、19日開催分）が全員一致で承認され、1月29日に公表することとされた。

以　上

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3月18、19日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2025年3月18日(14:00～15:42)
3月19日(9:00～11:18)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	植田和男	(総 裁)
	氷見野良三	(副 総 裁)
	内田眞一	(〃)
	安達誠司	(審議委員)
	中村豊明	(〃)
	野口 旭	(〃)
	中川順子	(〃)
	高田 創	(〃)
	田村直樹	(〃)

4. 政府からの出席者：

財務省	寺岡光博	大臣官房総括審議官(18日)
	斎藤洋明	財務副大臣(19日)
内閣府	林 幸宏	内閣府審議官(18日)
	瀬戸隆一	内閣府副大臣(19日)

(執行部からの報告者)

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

(事務局)

政策委員会室長	播本慶子
政策委員会室企画役	木下尊生
企画局企画役	八木智之
企画局企画役	西野孝佑

I．金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（1月23、24日）で決定された金融市場調節方針^{（注）}に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.476～0.485%のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2024年7月の会合で決定された減額計画に沿って、月間4.5兆円程度の買入れを行った。CP・社債等の買入れについては、2024年3月の会合で決定された資産買入れ方針に沿って、1月オフア一分をもって買入れを終了した。

2．金融・為替市場動向

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

わが国の株価（TOPIX）は、堅調な企業業績が好感されたものの、各国の通商政策等の動きに対する懸念が重石となり、概ね横ばいとなった。長期金利（10年物国債金利）は、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。国債市場の流動性指標をみると、ひと頃に比べると総じて改善した状態が続いている。債券市場サーベイにおける市場の機能度判断DIは、マイナス幅が縮小し、2015年11月調査と同じ水準まで改善している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、日米金利差が縮小するもとで、円高方向の動きとなった。円の対ユーロ相場は、概ね横ばいとなった。

3．海外金融経済情勢

海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、堅調な成長を維持している。欧州経済は、製造業を中心に弱めの動きがみられている。中国経済は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースは鈍化傾向にある。中国以外の新興国・資源国経済は、総じてみれば緩やかに改善している。

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

先行きの海外経済は、緩やかな成長が続くと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国の通商政策等の動きやその影響のほか、中国経済の動向や地政学的緊張の展開などについて、不確実性が高い。

海外の金融市場をみると、米国の長期金利は、国債需給悪化に対する警戒感が幾分後退したことや、F R B の利下げ織り込みが進展したことから、大幅に低下した。欧州の長期金利は、防衛支出増額を巡る動きなどから国債需給悪化に対する警戒感が高まり、大幅に上昇した。米国の株価は、経済指標の市場予想比下振れや通商政策等を巡る不確実性の高まりなどを受けて、下落した。欧州の株価は、米国株対比での割安感が意識される中、企業業績の市場予想比上振れ等から、上昇した。この間、新興国通貨は、米国経済の下振れ懸念を受けた米国金利低下・ドル安を背景に上昇した。原油価格は、下落した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きについては、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

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

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、グローバルな I T 関連財の回復などから、増加基調に復していくと見込まれる。

企業収益は、改善傾向にある。こうしたもとで、設備投資は、緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、企業収益が改善傾向を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、増加傾向を続けると予想される。

個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、1月の10～12月対比は、耐久財や飲食料品を中心に減少した。企業からの聞き取り調査や高頻度データに基づくと、2月以降の個人消費は、物価上昇を受けた消費者の強い節約志向の影響を指摘する声は聞かれるものの、緩やかな増加基調にあるとみられる。消費者マインドは、

小幅に悪化している。先行きの個人消費は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くと予想される。その後も、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。

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

物価面について、商品市況は、総じてみれば小幅に下落している。国内企業物価（夏季電力料金調整後）の3か月前比は、電気・ガス代の負担緩和策が一時的に再開されたことから、プラス幅を縮小している。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続け、足もとでは3%程度のプラスとなっている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、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。また、米価格の上昇も消費者物価の前年比を押し上げる要因となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。先行きの消費者物価についてみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、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、「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。

（2）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、

上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。C P・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、3 %台半ばとなっている。C P・社債計の発行残高の前年比は、3 %台半ばとなっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増勢が鈍化している。

この間、マネーストックの前年比は、1 %台前半となっている。

II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済・物価情勢

国際金融資本市場について、委員は、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め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。

米国経済について、委員は、一部で弱めの動きもみられるものの、堅調な成長を維持しているとの認識で一致した。何人かの委員は、関税政策を始めとする政策の不確実性から、企業・家計のマインド面で弱めの動きがみられるものの、ハードデータをみる限り雇用・所得環境を中心に現時点で大きな変調はみられないとの見方を示した。このうちの一人の委員は、ひと頃の高い成長ペースからは鈍化したものの、雇用情勢は引き続き底堅く、ソフトランディング路線を歩んでいると指摘した。先行きについて、委員は、中心的な見通しとしては堅調な

成長が維持されると見込まれるが、政策運営を巡る不確実性とその影響には注意を要するとの見方を共有した。何人かの委員は、政策の不確実性が強く意識されるもとで、個人消費や設備投資のスタンスが慎重化する可能性があるとは指摘した。一人の委員は、米国新政権の政策は、個々の政策の程度や範囲、および組み合わせ次第で、経済・物価への影響は変わりうると指摘したうえで、関税・移民政策が相応の規模となれば、供給面から物価を上押す可能性があるとは述べた。そのうえで、この委員を含む複数の委員は、米国では、インフレリスクと景気後退リスクの両方が高まっているとの見解を示した。この点に関連し、一人の委員は、連邦政府職員の削減が、段階的な調整過程にある労働市場を下押しする可能性にも注意が必要と指摘した。この間、別のある委員は、関税引き上げは減税の財源になるため、これが今後の個人消費に与える影響についても併せて考える必要があると述べた。

欧州経済について、委員は、製造業を中心に弱めの動きがみられるとの認識を共有した。ある委員は、ドイツ・フランスの直近四半期の成長率がマイナスとなった点を指摘したうえで、エネルギー・賃金などのコスト上昇が産業競争力を低下させ、そのもとで設備稼働率も低下しているほか、米国の関税政策の影響なども経済活動の下押しに作用しているとの認識を示した。

中国経済について、委員は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くもとで、改善ペースは鈍化傾向にあるとの見方を共有した。ある委員は、不動産市場の回復には時間がかかると見込まれるほか、先行きについても、GDP成長率の名実逆転が2年続き、デフレ傾向が強い中、米国との貿易摩擦激化による輸出減少などから下振れリスクが高いとは指摘した。この点に関し、別のある委員は、中国政府が打ち出している所得増加・景気刺激策、出生率引き上げに向けた優遇措置などの効果や国内外への影響もよくみていく必要があると述べた。

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

以上のような海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。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、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けるとの認識を共有した。

輸出・鉱工業生産について、委員は、横ばい圏内の動きとなっているとの認識を共有した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善傾向にあるもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。ある委員は、設備用機械の受注残が積み上がっていることを踏まえると、人手不足による進捗の遅れはみられるものの、設備投資の需要自体は堅調とみられると指摘した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。また、委員は、連合による春季労使交渉の第1回回答集計結果は、本年もしっかりとした賃上げが実施されるという1月会合時点の見方に沿ったものとの認識を共有した。そのうえで、何人かの委員は、現時点で明らかとなっている賃上げ率は、事前に想定していた範囲の中では、高めの水準となっていると述べた。また、何人かの委員は、大企業だけではなく、相対的に規模の小さい企業でも賃上げ率が高めとなっており、賃上げの裾野が広がっていることが窺われると指摘した。このうちのある委員は、今回の賃上げ率の前年からの上振れ幅が大企業よりも中小企業の方が大きいことを指摘したうえで、2022年以降の価格転嫁の進捗と同様に、賃上げについても、大企業が先行し、それを中小企業が追いかける展開となっていると付け加えた。こうした中、多くの委員は、賃金上昇の持続性が次第に高まっているとの認識を示した。複数の委員は、今後の毎月勤労統計等を確認していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」と整合的な賃金上昇が定着しつつあるとの認識を示した。この点に関し、一人の委員は、人手不足という構造的な変化が進むもと、労使双方で、物価上昇を賃金に反映する必要があるとの認識が広がってきていると付け加えた。複数の委員は、人手不足感が強いことに加え、企業収益が好調なことも、賃上げの背景にあると指摘した。この間、別のある委員は、人材のスキルや地域 mismatches が拡大しており、企業間での賃金格差も広がっているとみられる点は丁寧にみていく必要があると述べた。また、一人の委員は、法人企業統計をみると、雇用の7割を占める中小企業では、賃金が増加する一方、設備投資は2年連続で減少していると指摘した。そのうえで、この委員は、中小企業では、労働分配率が高い中、防衛的賃上げと設備投資の両立は難しい状況が窺われるとの見方

を示し、賃上げモメンタムの定着には、中小企業の生産性を向上させる設備投資ともう一回り大きくなる構造改革が鍵となると指摘した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にあるとの認識で一致した。先行きについても、委員は、当面、物価上昇の影響を受けつつも、名目雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加基調が続くとの見方を共有した。何人かの委員は、米や生鮮食品を含む食料品価格の上昇を受けて、マインド指標が幾分低下し、非耐久財で弱めの動きがみられると指摘した。そのうえで、何人かの委員は、企業のヒアリング情報や消費関連企業の収益の状況等を踏まえると、個人消費の増加基調は変化していないとみられ、先行きは、生鮮食品等の価格高騰の一服と賃金上昇の継続が消費の後押しに働くとの認識を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、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、2025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。

経済・物価の見通しのリスク要因として、委員は、各国の通商政策等の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との認識で一致した。そのうえで、何人かの委員は、春季労使交渉での賃上げ率が高めとなっていることや、食料品価格が上昇していることが物価に及ぼす影響について注意する必要があると述べた。他方、何人かの委員は、このところ、関税政策を含めた米国新政権の政策運営を巡る不透明感が高まっているとしたうえで、今後発表される米国の政策やそれに対する各国の対応次第では、わが国の経済・物価にも影響が及びうることに十分注意する必要があるとの見方を示した。これに関連して、複数の委員は、関税の導入は、経済活動を下押す要因になると考えられる一方、物価に及ぼす影響については一概には判断しにくいと指摘した。

また、委員は、関税政策の影響を含めた金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要があるとの見方を共有した。そのうえで、委員は、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との認識を共有した。

2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。複数の委員は、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。

Ⅲ. 金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%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。

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、果断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こと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、来年度を視野に、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効薬は存在しないが、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。

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月の金融政策決定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2026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。

IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、賃金・所得の増加を最重要課題とし、賃上げ環境の整備や成長分野における投資促進などにより、生産性や付加価値を高め、安定的に賃金・所得が増えていくメカニズムを構築していく。
- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。その上で、情報発信を含め、しっかりと金融資本市場とコミュニケーションを図っていただきたい。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復している

と認識している。ただし、足元の物価上昇が個人消費に与える影響や、米国の政策動向など世界経済を巡る不確実性等に十分注意が必要である。

- 政府は、物価動向を注視して適切な対応を行うとともに、賃上げの流れを中小企業や地方経済に広げる政策を推進する。
- 日本銀行には、政府と緊密に連携し、2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けて、適切な金融政策運営を期待する。

V. 採決

1. 金融市場調節方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

採決の結果

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

反対：なし

2. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

以上の議論を踏まえ、対外公表文が検討された。議長から、対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が提案され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

VI. 議事要旨の承認

議事要旨（2025 年 1 月 23、24 日開催分）が全員一致で承認され、
3 月 25 日に公表することとされた。

以 上

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に促す。

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

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」
- (図表 3) 経済産業省「鉱工業指数」
- (図表 4) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 5) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 6) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 7) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 9) 厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 10) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」
- (図表 11) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」
- (図表 12) 内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」
- (図表 13) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 15) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、QUICK「QUICK 月次調査＜債券＞」、日本経済研究センター「ESP フォークキャスト」
- (図表 16) 国土交通省「地価公示」
- (図表 17) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 18) ブルームバーグ社
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) 日本銀行、日本相互証券、ブルームバーグ社
- (図表 21) ブルームバーグ社

- (図表 22) 日本相互証券
- (図表 23) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 24) ブルームバーグ社
- (図表 25) 日本銀行、国際決済銀行
- (図表 26) 国際決済銀行
- (図表 27) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 28) 日本銀行・証券保管振替機構「短期社債等平均発行レート」
- (図表 29) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 30) 日本銀行「貸出・預金動向」
- (図表 31) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 32) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 33) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 34) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 35) 日本銀行「マネーストック」
- (図表 37) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」「日銀当座預金増減要因と金融調節」