通貨及び金融の調節に関する報告書

令和７年 12 月

日　本　銀　行

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行企画局までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

日本銀行法第54条第１項の規定に基づき、この報告書を国会に提出する。

令和７年12月

日本銀行総裁
植田　和男

目　　次

頁

要　旨

Ⅰ．経済及び金融の情勢

１．経済の情勢

（１）国内実体経済・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　1

（２）物価・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　12

（３）海外経済・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　15

２．金融面の動向

（１）国際金融市場・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　17

（２）短期金融市場・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　19

（３）債券市場・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　21

（４）株式市場・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　23

（５）外国為替市場・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　24

（６）企業金融・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　26

（７）量的金融指標・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　30

Ⅱ．金融政策運営及び金融政策手段

１．金融政策決定会合の開催実績・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　32

２．金融政策決定会合における検討・決定

（１）概況・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　33

（２）「経済・物価情勢の展望」・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　38

（３）金融経済情勢に関する検討

イ．７年６月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　48

ロ．７年９月の会合・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　51

（４）金融政策運営を巡る議論

イ．金融市場調節方針と先行きの金融政策運営・・・・・・・・・・・・・・・　56

ロ．長期国債の買入れ等・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　63

ハ．ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 70
（５）金融政策手段に係る事項の決定又は変更・・・・・・・・・・・・・・・ 75
３．金融市場調節の実施状況・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 76
４．日本銀行のバランスシートの動き・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 78

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・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 80
２．金融政策決定会合議事要旨・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 130

参考計表・資料一覧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 216

通貨及び金融の調節に関する報告書

―― 要　　旨 ――

（経済の情勢）

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

輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられたが、基調としては横ばい圏内の動きを続けた。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられたが、全体としては高水準を維持し、企業の業況感も良好な水準を維持した。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した。一方、住宅投資は減少した。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けた。

２．物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、上期前半に３％台半ばで推移したあと、上期後半には３％程度まで低下した。予想物価上昇率は、緩やかな上昇を続けた。

（金融市場・金融環境の動向）

３．国際金融市場をみると、４月初に、各国の通商政策等の展開やその影響を巡る不確実性の高まりを受けて、市場センチメントは大きく慎重化した。その後も、こうした世界経済の不確実性は引き続き意識されたものの、通商政策に関する各国間の交渉の進展等を背景に、市場センチメントは改善した。

４．短期金融市場の動向をみると、翌日物市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.5%程度で推移した。

債券市場の動向をみると、長期金利は、各国の通商政策を巡る不確実性の高

まりを受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどから、４月初に大きく低下した。その後は、市場センチメントの改善を受けた米欧金利の上昇のほか、日米間の関税交渉の合意などを受けた金融政策の先行きに対する市場の見方等を反映して上昇し、期間を通じてみれば、上昇した。

株価（日経平均株価）は、４月初に、市場センチメントが悪化するもと、大幅に下落した。その後は、米国株価の上昇に連れたほか、７月下旬の日米間の関税交渉の合意などを受けて、期間を通じてみても、大幅に上昇し、９月末には 44 千円台となった。

為替市場では、円の対ドル相場は、４月に円高方向に動いたが、その後は緩やかな円安方向の動きとなり、９月末には 148 円台と、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、円安ユーロ高方向の動きとなった。

５．企業金融についてみると、企業の資金調達コストは、上昇した。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかな増加を続けた。資金供給面をみると、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態が続いた。こうしたなか、企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は、２％台半ばから４％台前半で推移した。ＣＰ・社債計の発行残高の前年比は、大口の発行案件がみられたこともあり、３％台半ばから８％程度で推移した。

６．マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は、長期国債買入れ額や貸出増加支援資金供給が減少するもとで、マイナス幅が拡大した。マネーストック（Ｍ２）の前年比は、０％台半ばから１％台半ばで推移した。

（金融政策決定会合における検討・決定）

７．７年度上期中には、金融政策決定会合を計４回開催した。

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

８．金融政策運営面では、７年度上期のすべての会合において、以下の金融市場

調節方針を維持することとした。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す。

６月の会合では、長期国債買入れの減額について、月間の長期国債の買入れ予定額を、８年１～３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、８年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、９年１～３月に２兆円程度とする以下の計画を決定した。

① 月間の長期国債の買入れ予定額を、８年１～３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、８年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、９年１～３月に２兆円程度とする。

② ８年６月の会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、９年４月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。

③ 長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

④ なお、必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直すこともありうる。

９月の会合では、日本銀行が保有するＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴについて、市場に攪乱的な影響を与えることを回避する等の基本方針を踏まえ、当分の間、以下のとおり、「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度の規模で、市場への売却を行うことを決定した。

① ＥＴＦについては、年間 3,300 億円程度（簿価ベース）のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。

② ＪＲＥＩＴについては、年間 50 億円程度（簿価ベース）のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。

③ ＥＴＦ、ＪＲＥＩＴともに、上記の売却ペースのもとで、時期の分散に配慮しつつ、各銘柄の保有割合におおむね比例的なかたちで売却する。

先行きの金融政策運営については、４月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、２％の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」、７月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、２％の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」との考え方をそれぞれ示した。

（日本銀行のバランスシートの動き）

９．９月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、695.8 兆円（前年比－7.6％）となった。

Ⅰ．経済及び金融の情勢

１．経済の情勢

（１）国内実体経済

（概況）

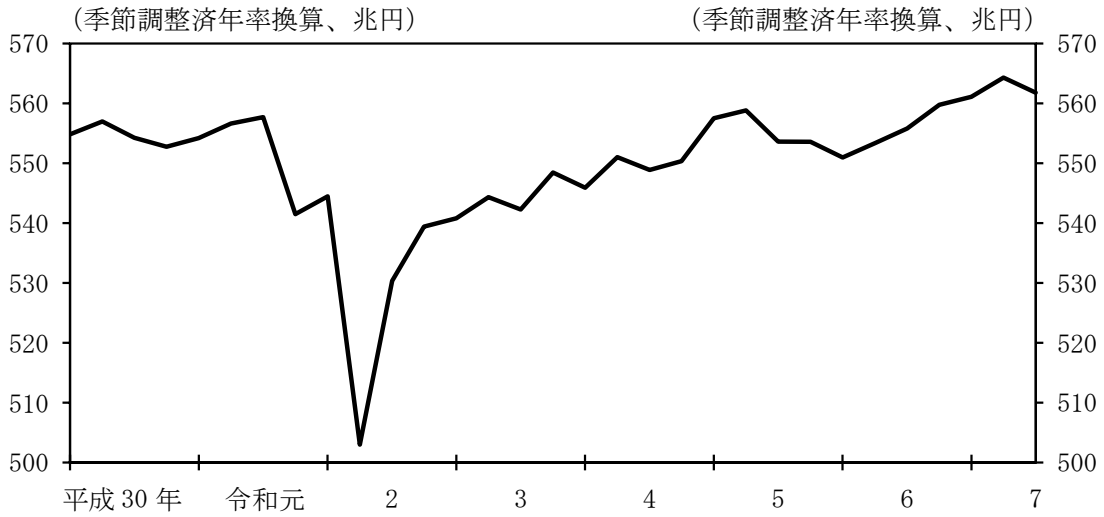
わが国経済は、令和７年度上期中、一部に弱めの動きもみられたが、緩やかに回復した。

輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられたが、基調としては横ばい圏内の動きを続けた。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられたが、全体としては高水準を維持し、企業の業況感も良好な水準を維持した。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した。一方、住宅投資は減少した。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けた。

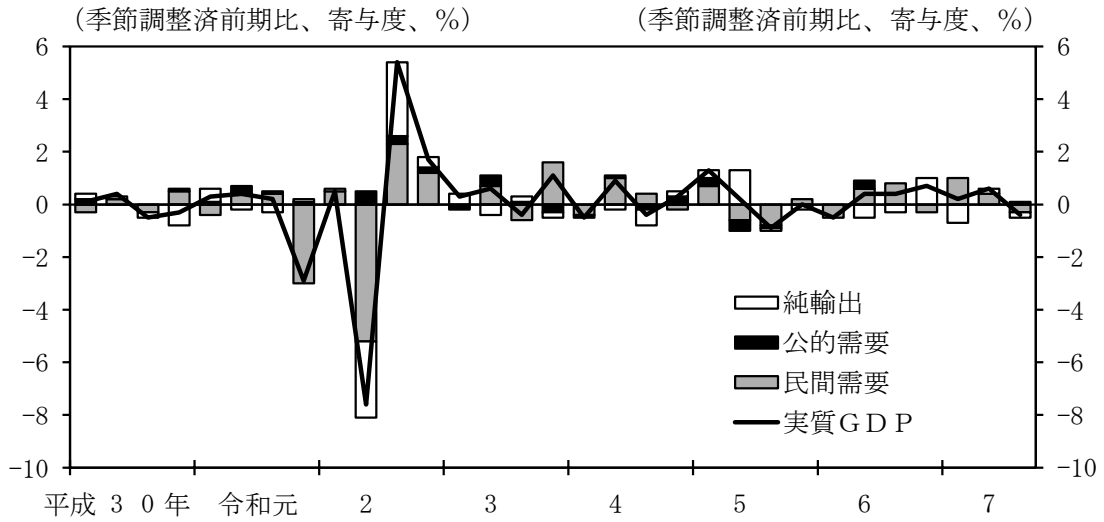
以上の経済情勢のもとで、７年度上期の実質ＧＤＰは、６年度下期対比で増加した（図表１）。

（図表１）実質ＧＤＰの推移

（１）レベル



（２）前期比



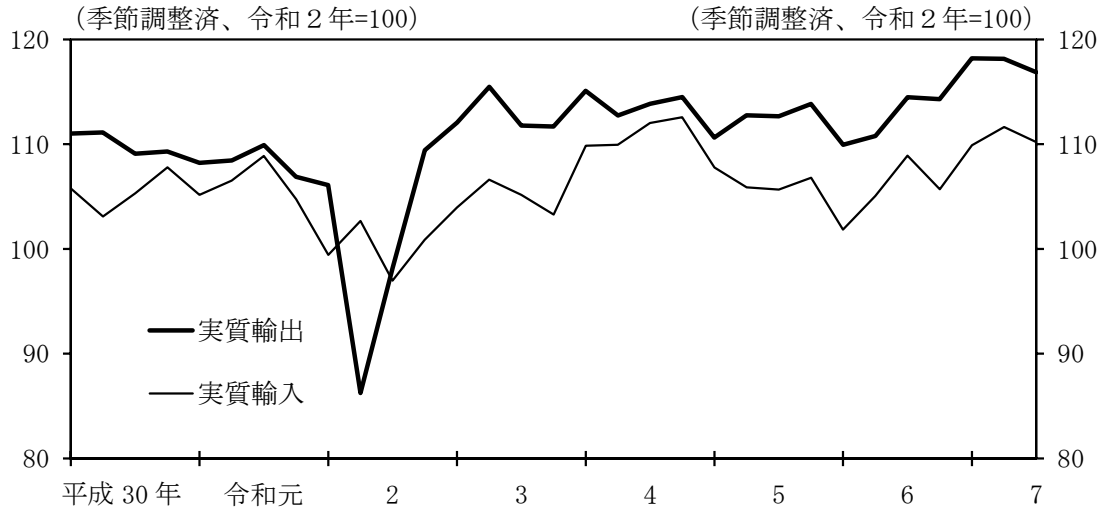
（注）図表の出典については、後掲の参考計表・資料一覧を参照（以下の図表についても同様）。

（輸出は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられたが、基調としては横ばい圏内の動きを続けた）

輸出は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられたが、基調としては横ばい圏内の動きを続けた（図表２）。国・地域別にみると、米国向けは、自動車部品等の関税引き上げ前の駆け込み輸出の反動減や、一部完成車メーカーにおける生産ライン停止の動きがみられたことから減少した。ＥＵ向けは、弱めの動きが続いたが、上期後半には、同地域の設備投資需要の回復を反映して、資本財を中心に持ち直した。中国向けは、現地メーカーの競争力の高まりを背景に自動車等の内製化が進むもとで、半導体製造装置の需要一巡もあり、低水準で横ばい圏内の動きが続いた。ＮＩＥｓ・ＡＳＥＡＮ等向けは、グローバルなＡＩ関連需要が堅調に増加するもとで、米国の半導体分野別関税の導入可能性に備えた情報関連の駆け込み輸出等にも支えられて、増加傾向を続けた。

輸入は、底堅い国内需要を背景に増加傾向を維持した（図表２）。

（図表２）実質輸出入[1]



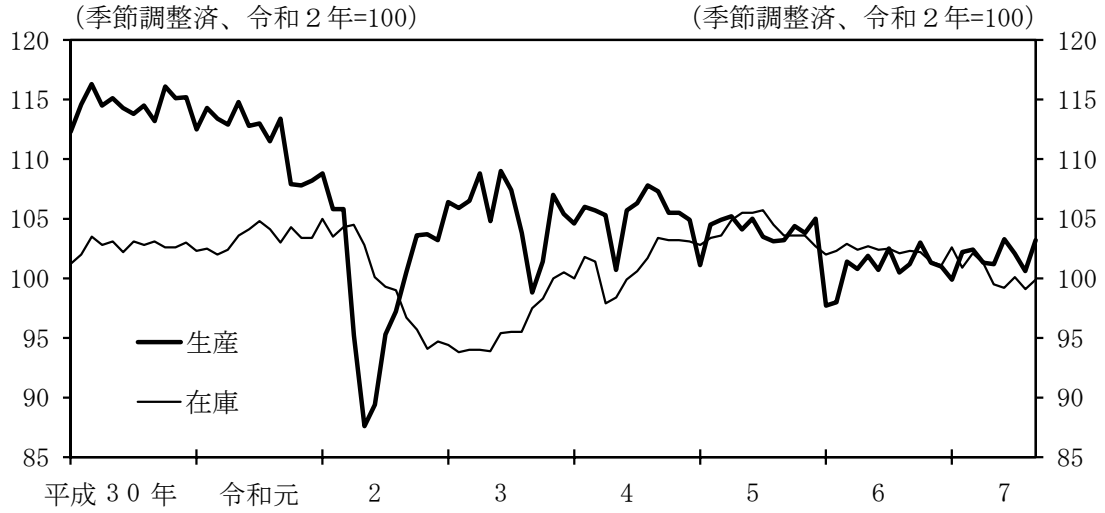
[1] 実質輸出（輸入）は、通関輸出（輸入）金額を輸出（輸入）物価指数で除して算出している。

（鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けた）

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けた（図表３）。主な業種についてみると、輸送機械は、自動車部品を中心とした関税引き上げ前の駆け込み生産が一巡したもとで、一部完成車メーカーにおける生産ライン停止の動きがみられたことから、減少した。電子部品・デバイスは、データサーバー向けなどのＡＩ関連需要が堅調に増加したもとで、米国の半導体分野別関税の導入可能性に備えた生産増加等も押し上げ要因となり、増加した。

在庫は、米国向けの出荷が進んだ建設機械を中心に、減少した。

（図表３）鉱工業生産

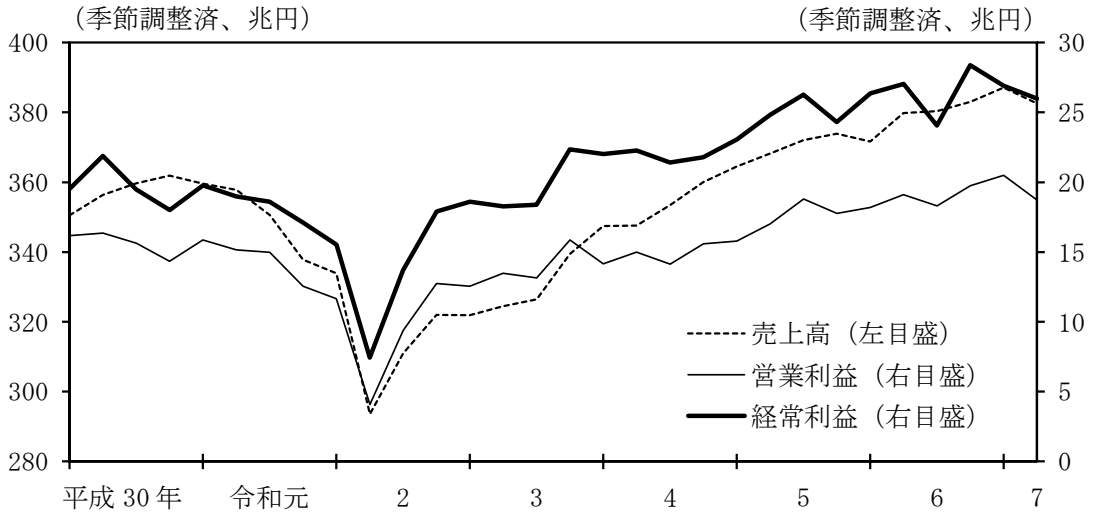


（企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられたが、全体としては高水準を維持し、企業の業況感も全体として良好な水準を維持した。設備投資は緩やかな増加傾向をたどった）

企業収益について、法人企業統計の営業利益をみると（図表４）、米国の関税引き上げによる製造業の輸出採算悪化を主因に、水準を幾分切り下げたものの、高水準を維持した。経常利益も、営業利益と同様に減益となったが、高水準を維持した。

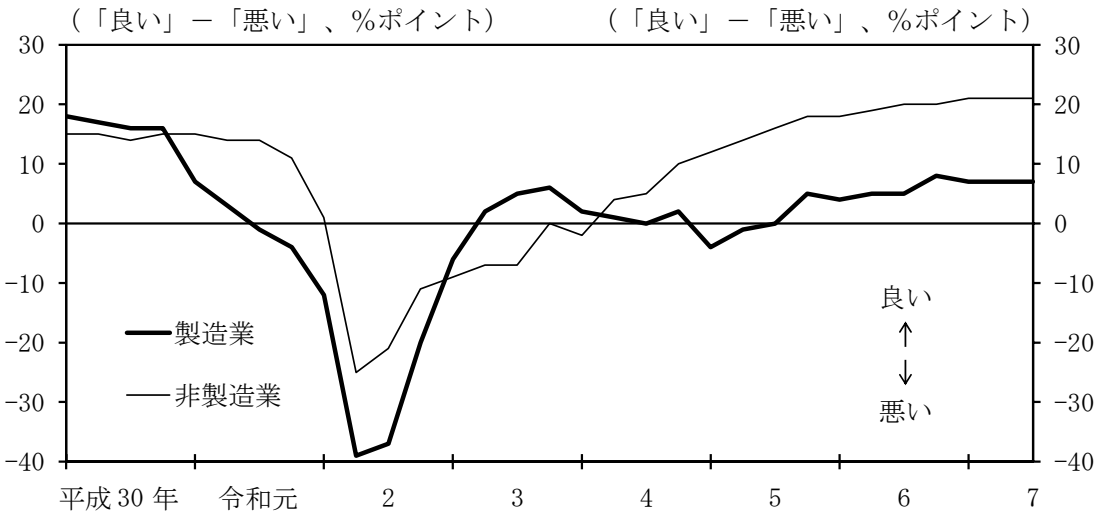
短観でみた企業の業況感は、全体として良好な水準を維持した（図表５）。製造業の業況判断ＤＩは、一部業種では米国の関税引き上げが下押し要因となったものの、日米関税交渉の合意による不透明感の低下や堅調なＩＴ関連需要が押し上げ要因となり、全体では横ばいで推移した。非製造業の業況判断ＤＩは、価格転嫁の動きが幅広く進展し、高水準で横ばいとなった。

（図表４）企業収益



（注）金融業、保険業および純粋持株会社を除く、全産業全規模ベースの計数。

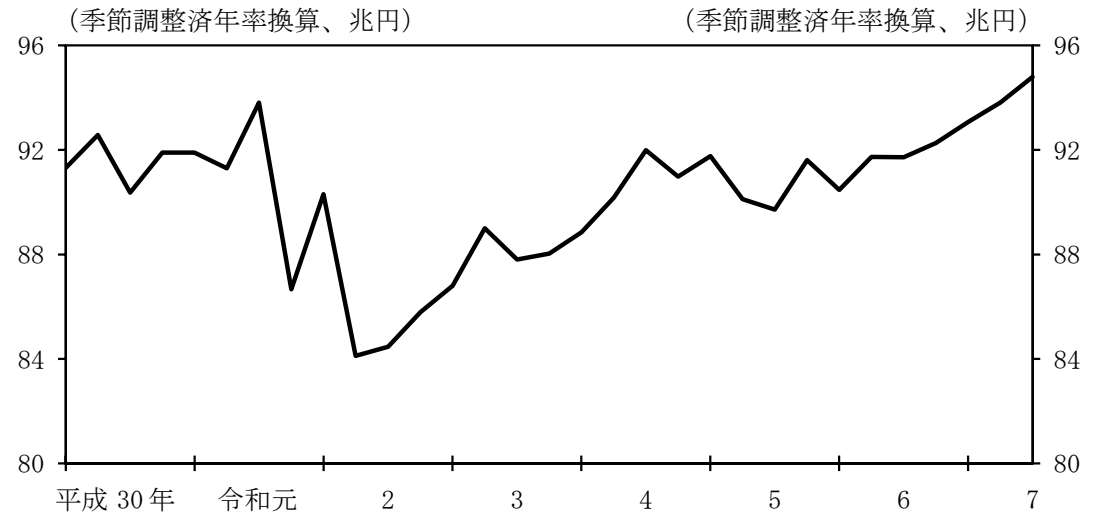
（図表５）企業の業況判断ＤＩ（短観）



（注）全規模合計ベース。

こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向をたどった（図表６）。

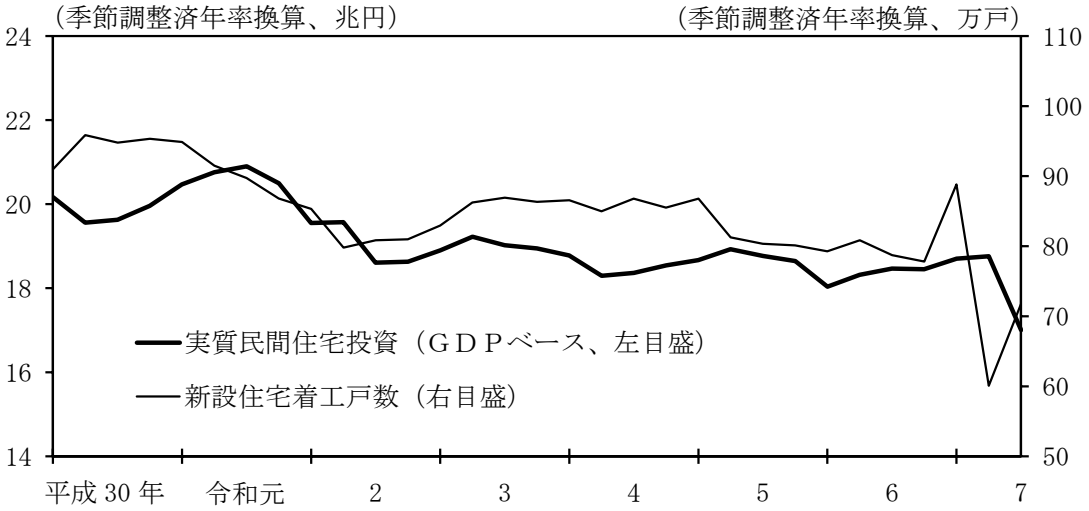
（図表６）設備投資（実質、ＧＤＰベース）



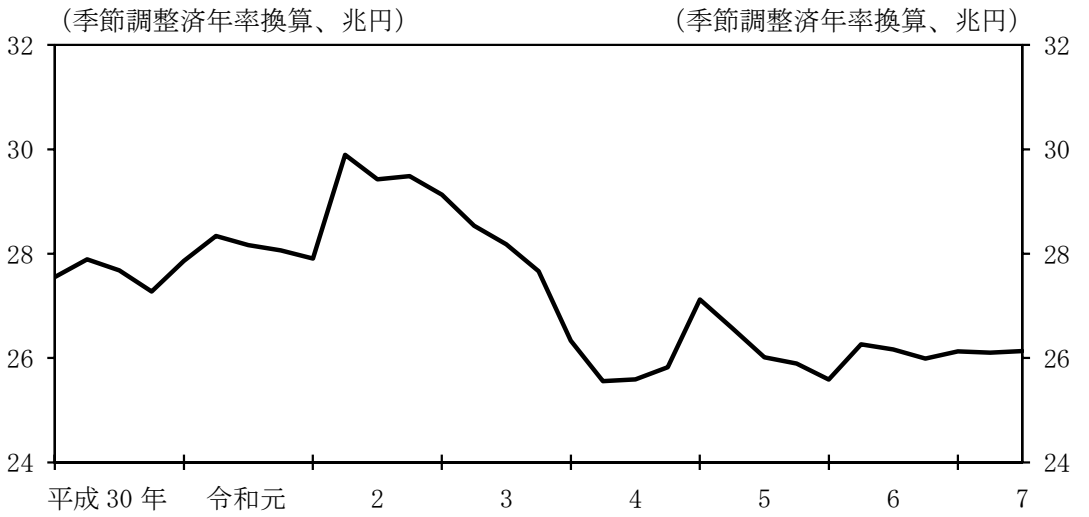
（住宅投資は減少した。公共投資は横ばい圏内の動きを続けた）

住宅投資は、住宅価格の上昇に加え、建築基準法等の改正に伴う駆け込みの反動減もあり、減少した（図表７）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、上期前半に、建築基準法等の改正に伴う駆け込みの反動から減少したあと、上期後半にかけて持ち直したが、水準は駆け込み前の水準を大きく下回るなど、住宅価格の上昇等を受けた基調的な弱さが続いた。公共投資は、国土強靭化関連工事等が進捗するもとで、横ばい圏内の動きを続けた（図表８）。

（図表７）住宅投資



（図表８）公共投資（実質、ＧＤＰベース）

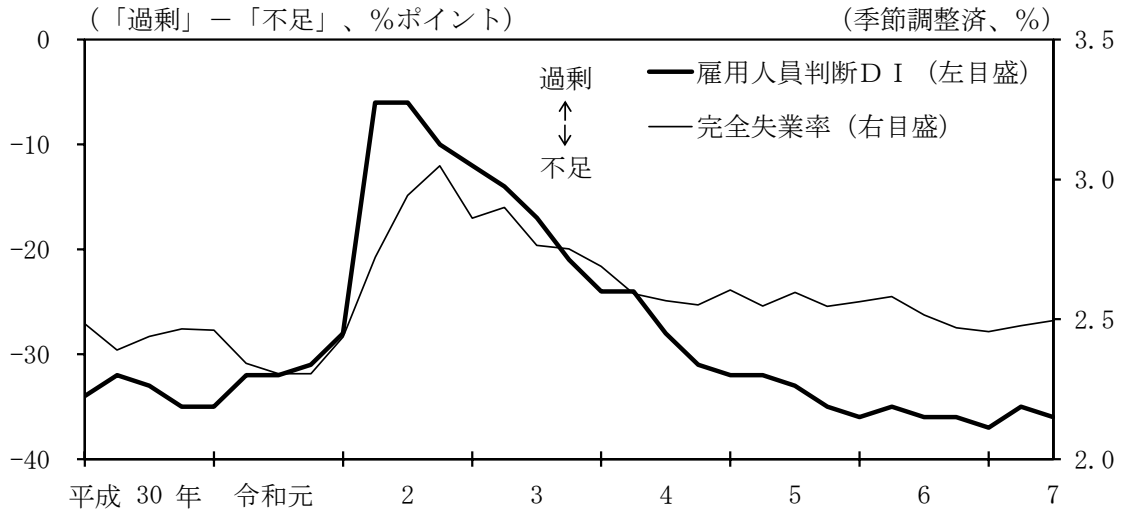


（雇用・所得環境は緩やかに改善した）

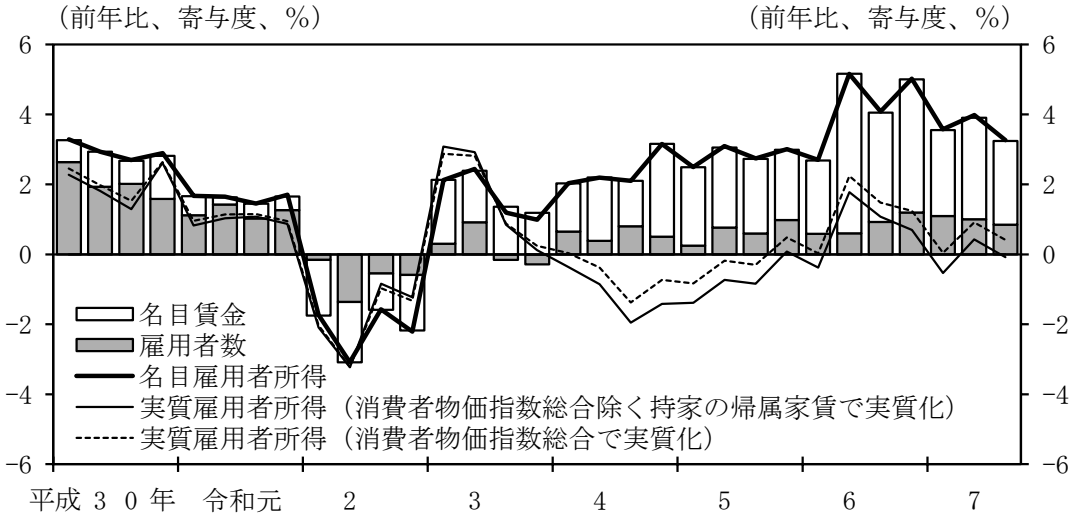
労働需給についてみると（図表９）、完全失業率は、低水準で推移した。短観の雇用人員判断ＤＩは、非製造業を中心に引き続き大幅な「不足」超が続いた。

雇用者所得は、名目ベースでは、着実な増加を続けた。実質ベースの前年比は、マイナスで推移したあと、名目賃金の上昇から上期後半にはゼロ％程度となった（図表 10）。内訳をみると、名目賃金は、着実な上昇を続けた。所定内給与は、上昇ペースが鈍化したものの、高めの伸びを続けたほか、特別給与（夏季賞与）も、昨年度後半の企業収益の改善とベースアップ率の上昇を反映して、しっかりと増加した。雇用者数は、着実な増加を続けた。正規雇用は、人手不足感の強い情報通信や医療・福祉等を中心にしっかりと増加した。非正規雇用は、正規雇用への切り替えが進むもとで、水準をやや切り下げた。

（図表９）労働需給



（図表 10）雇用者所得



（注１）名目雇用者所得＝雇用者数（労働力調査）×名目賃金（毎月勤労統計）。

（注２）毎月勤労統計は、共通事業所ベース。

（注３）四半期は、以下のように組み替えている。７年第３四半期は、９月の値。
第１四半期：３～５月、第２：６～８月、第３：９～11 月、第４：12～２月。

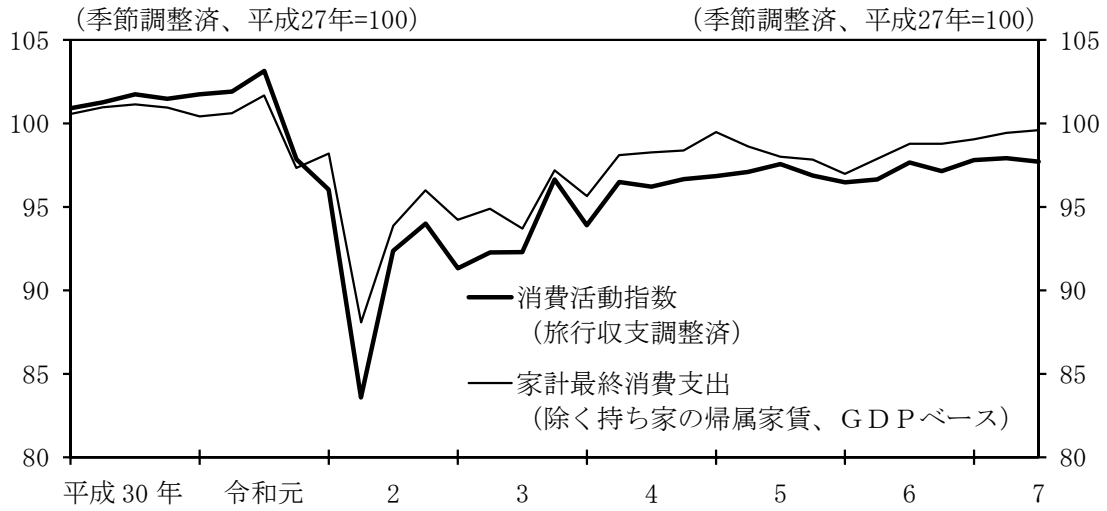
（個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した）

個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられたものの、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移した（図表 11(1)）。内訳をみると（図表 11(2)）、耐久財消費は、自動車を中心に減少した。非耐久財消費は、食料品価格の上昇により消費者の節約志向が強まるもとで、減少傾向が続いた。サービス消費は、緩やかな増加基調をたどったが、上期後半には横ばい圏内の動きに転じた。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表 12）、今後半年間の消費者の意識を調査する消費者態度指数は、上期前半に米などの食料品価格上昇を主因に悪化傾向が続いたあと、上期後半には夏季賞与の増加や株価の上昇等を背景にやや持ち直した。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断ＤＩ（家計動向関連）も、概ね同様の動きとなった。

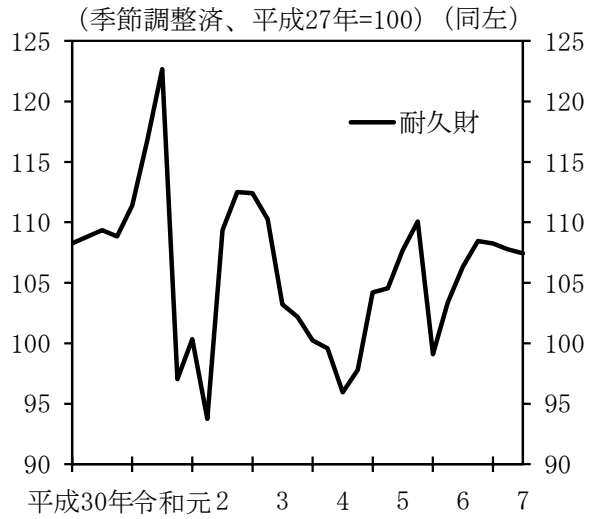
（図表 11）個人消費

（１）個人消費（実質）

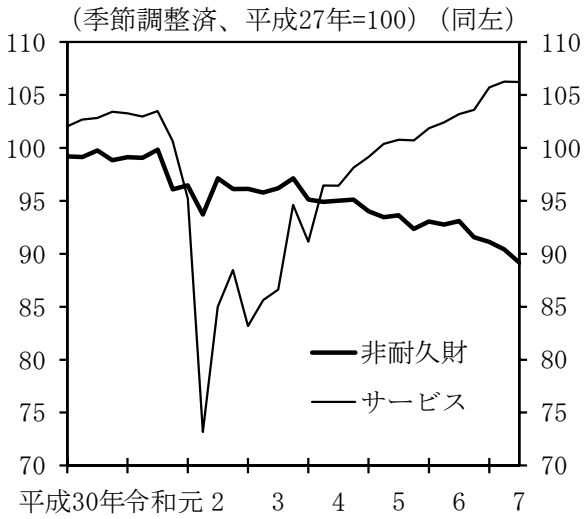


（２）消費活動指数（実質）の内訳

＜耐久財消費＞

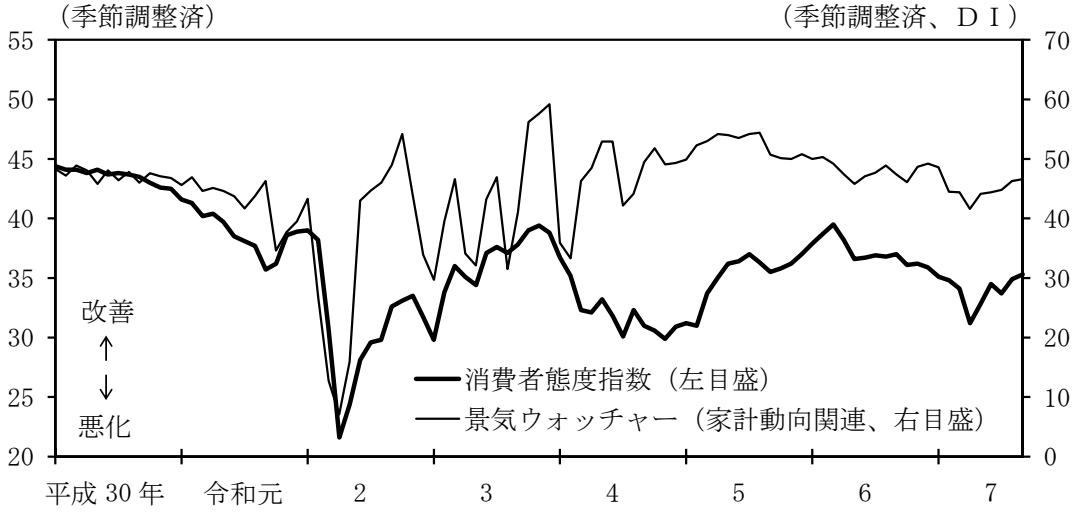


＜非耐久財・サービス消費＞



（注）非耐久財は、ＧＤＰ統計において半耐久財に分類される品目を含む。

（図表 12）個人消費関連のマインド指標



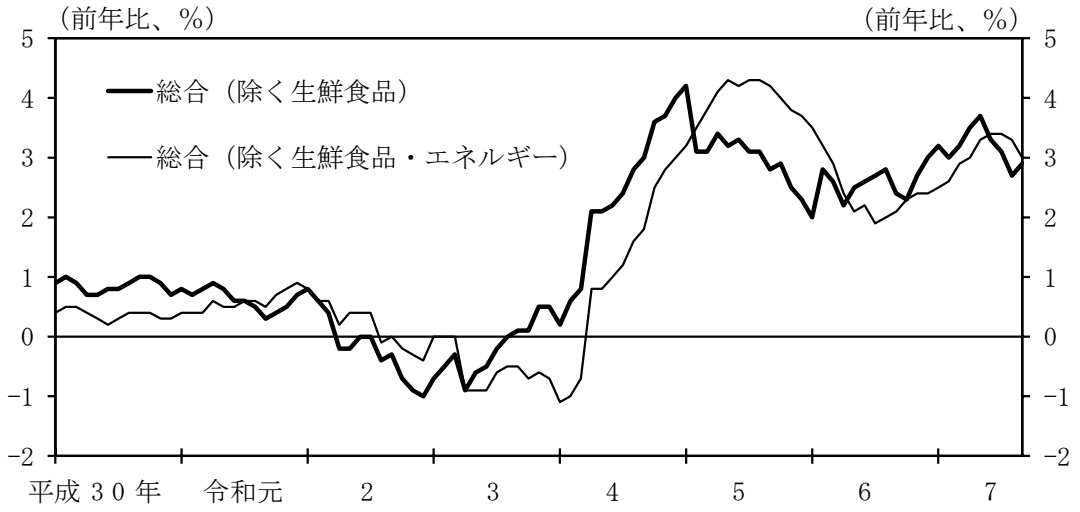
（注）景気ウォッチャー（家計動向関連）は、景気の現状判断ＤＩ。

（２）物価

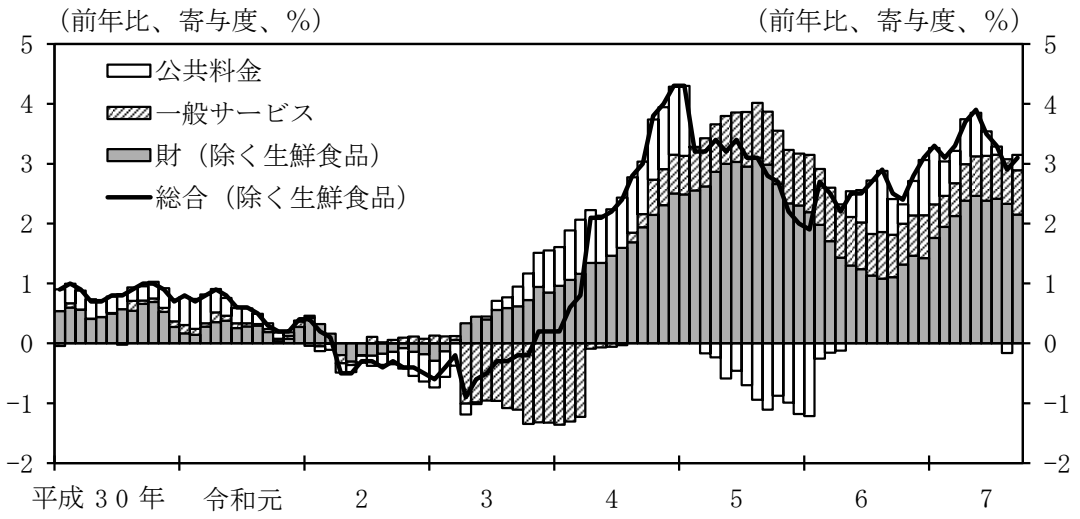
物価の動向についてみると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、上期前半に３％台半ばで推移したあと、上期後半には３％程度まで低下した（図表 13)。内訳をみると（図表 14)、財は、食料工業製品などでプラス幅が拡大した一方、米価格の前年比が、上期後半からプラス幅縮小に転じたことから、全体ではプラス幅を縮小した。一般サービスは、人件費等の上昇を販売価格に転嫁する動きなどから、外食や携帯電話通信料を中心に、プラス幅を拡大した。公共料金は、政府による電気・ガス代の負担緩和策の影響等から、プラス幅を縮小した。

予想物価上昇率は（図表 15)、緩やかな上昇を続けた。

（図表 13）消費者物価



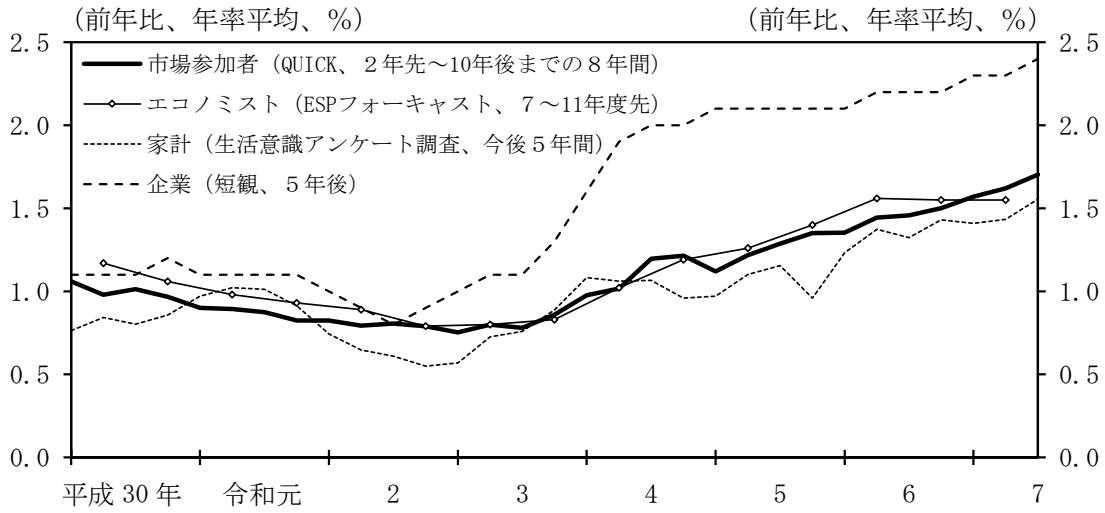
（図表 14）消費者物価（総合除く生鮮食品）の内訳



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

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

（図表 15）予想物価上昇率



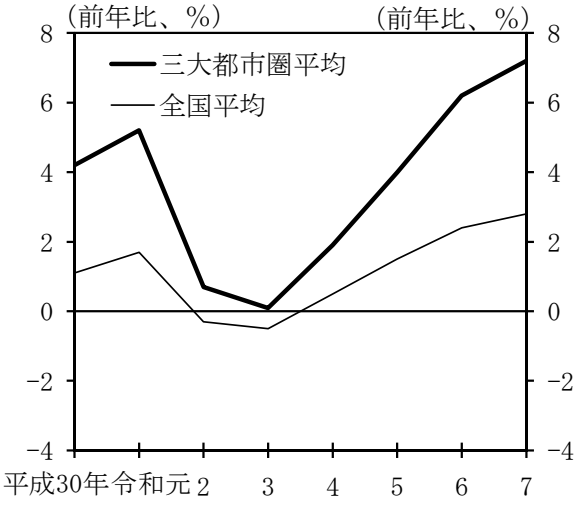
（注１）家計は、５択選択肢情報を用いた修正カールソン・パーキン法による。

（注２）企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し（平均値）。

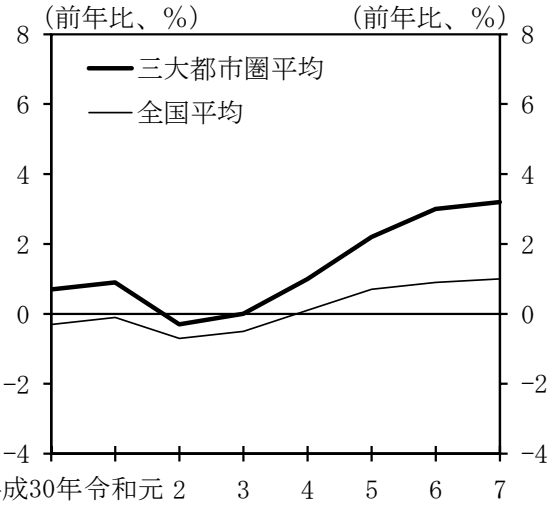
地価を都道府県地価（７月時点）の前年比でみると（図表 16)、経済の回復を受けて、全国平均、三大都市圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）平均のいずれも、商業地、住宅地ともにプラス幅の拡大を続けた。

（図表 16）都道府県地価

（１）商業地



（２）住宅地



（注）都道府県地価は、７月１日時点の地価を調査したもの。

（３）海外経済

７年度上期の海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられたが、総じてみれば緩やかに成長した（図表 17)。

（図表17）海外経済の実質ＧＤＰ成長率

（米欧は季節調整済前期比年率、新興国・地域は前年比、％）

		6年 4-6月期	7-9月	10-12月	7年 1-3月	4-6月	7-9月
米　　国		3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	-
ユーロエリア		0.9	1.6	1.7	2.3	0.5	0.9
新興国・地域	中　　国	4.7	4.6	5.4	5.4	5.2	4.8
	イ ン ド	6.5	5.6	6.4	7.4	7.8	-
	ＮＩＥｓ	3.2	2.8	2.5	2.4	3.4	3.7
	ＡＳＥＡＮ４	4.9	4.7	4.7	4.5	4.6	4.2

（注）ＮＩＥｓおよびＡＳＥＡＮ４は、ＩＭＦ公表のＧＤＰウェイト（購買力平価基準）を用いて算出。

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

金融政策面では、米国連邦準備制度は、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導目標レンジを、９月の会合で 0.25％ポイント引き下げ、4.00～4.25％とした。先行きの政策金利に関しては、「追加的な調整を検討するに際しては、今後公表されるデータや経済見通しの変化、リスクバランスを慎重に評価する」とした。バランスシートの縮小については、国債とエージェンシー債、エージェンシー保証付きモーゲージ担保証券の保有額の削減を継続した。具体的には、国債については１か月あたり 50 億ドル、エージェンシー債とエージェンシー保証付きモーゲージ担保証券については同 350 億ドルをそれぞれ上限として削減した。この間、８月には、「長期目標と金融政策戦略に関するステートメント」を改め、物価の安定について「時間を通じて平均的に２％のインフレ率を達成する」との記

述を削除したほか、雇用について、最大雇用からの「不足」を考慮するとの記述を削除し、「乖離の程度」を考慮するとした。

ユーロエリア経済は、駆け込み輸出の反動もみられるなか、総じてみれば弱めの動きが続いた。消費者物価の前年比は、総合ベースでは２％近傍で推移した一方、コアベース（エネルギー・食料・アルコール・たばこを除く）では２％を小幅に上回って推移した。

金融政策面では、欧州中央銀行は、中銀預け金金利を４月、６月にそれぞれ0.25％ポイント引き下げ、2.00％とした。また、６月下旬には、「金融政策戦略の評価」を公表し、インフレ目標が「２％」であることを確認したうえで、金融政策の決定に際しては、インフレと経済の最も可能性の高い経路だけでなく、リスクや不確実性についても勘案するとした。そのうえで、７月、９月の会合では、政策金利を据え置いたうえで、今後の政策運営について「データ次第であり、会合ごとに適切な金融政策スタンスを決定する。特に、今後判明する経済・金融指標を踏まえたインフレ見通しおよびそのリスク、基調的なインフレの動向、金融政策の波及の強さに関する評価に基づき、政策金利を決定する」とした。

新興国・地域をみると、中国経済は、不動産市場などで調整圧力が続くなか、関税引き上げの影響や政策効果の逓減などを受けて、上期後半にかけて減速した。消費者物価の前年比は、７年の政府目標（２％前後）を下回って推移した。財政政策面では、６年度下期に延長・拡充された耐久財購入等を対象とする補助金が、引き続き経済を下支えした。金融政策面では、中国人民銀行は、５月に預金準備率の0.5％ポイント引き下げや政策金利（７日物リバースレポ金利）の 0.1％ポイント引き下げなどを含む金融緩和策を実施した。

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

２．金融面の動向

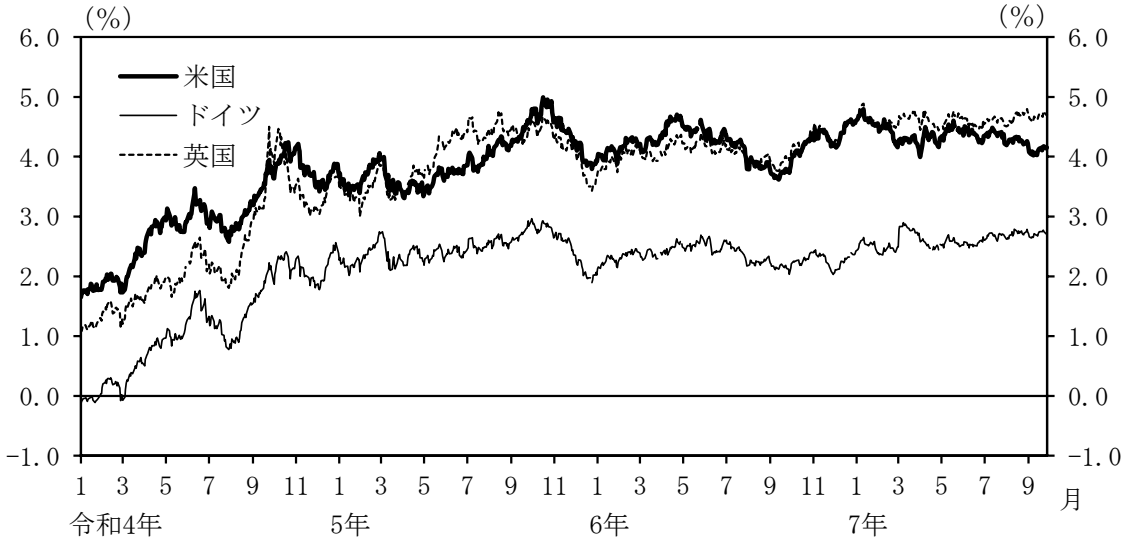
（１）国際金融市場

令和７年度上期の国際金融市場をみると、４月初に、各国の通商政策等の展開やその影響を巡る不確実性の高まりを受けて、市場センチメントは大きく慎重化した。その後も、こうした世界経済の不確実性は引き続き意識されたものの、通商政策に関する各国間の交渉の進展等を背景に、市場センチメントは改善した。

主要国の短期金融市場をみると、米国のフェデラル・ファンド・レートやターム物金利は[2]、米国連邦準備制度が９月に政策金利を引き下げるもとで、低下した。ユーロエリアのインターバンクの翌日物金利やターム物金利は、欧州中央銀行が４月、６月に政策金利を引き下げるもとで、低下した。

主要国の長期金利（国債 10 年物利回り）をみると、米国では、各国の通商政策等を巡る不確実性の高まりを受けて市場センチメントが慎重化するなか、４月初に低下した。その後は、通商交渉の進展に伴う市場センチメントの改善等を背景に上昇する場面もみられたが、軟調な雇用統計を受けて米国連邦準備制度の利下げ織り込みが進展するもと、期間を通じてみると横ばいとなった。欧州でも、拡張的な財政政策のもとでの国債需給の緩和等が意識されつつも、米国金利に概ね連れる形で、期間を通じてみれば横ばいとなった（図表 18）。

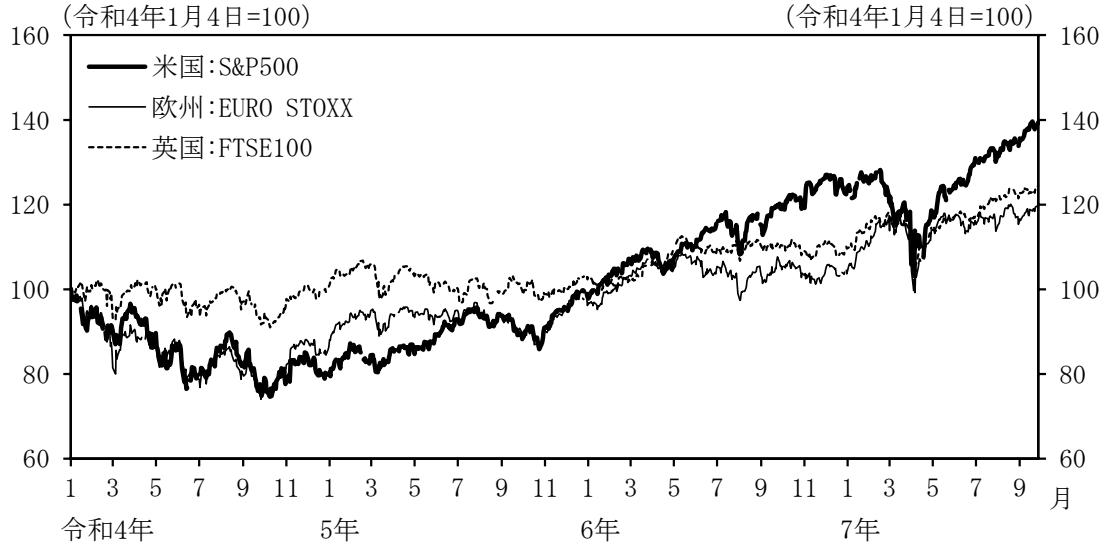
（図表 18）米欧の長期金利（国債 10 年物利回り）



[2] ターム物金利とは、オーバーナイト物よりも期間の長い短期金利。

主要国の株価動向をみると、米国株価（Ｓ＆Ｐ500）は、４月初に市場センチメントの慎重化を受けて下落したが、その後は、市場センチメントが改善するもと、大手ハイテク企業等の堅調な業績や米国連邦準備制度の利下げ織り込みの進展もあって、上昇した。欧州株価（ＥＵＲＯ ＳＴＯＸＸ）、英国株価（ＦＴＳＥ100）は、米国株価に連れる形で上昇した（図表 19）。

（図表19）米欧の株価



新興国・地域の金融市場をみると、株価は、米国の株価が上昇するなかで、多くの国・地域において上昇した。

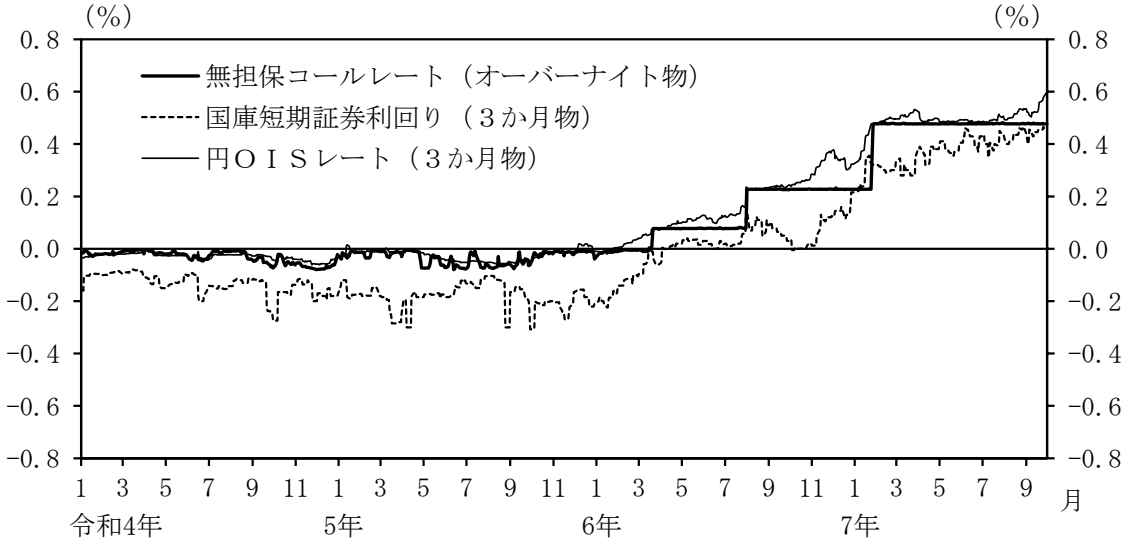
為替市場をみると、多くの新興国・地域の通貨は、米国の政策運営を巡る不確実性等に伴うドル安の流れのなかで、ドルに対して増価した。

国際商品市場をみると、原油（ＷＴＩ）価格は、各国の通商政策等の影響を受けた世界需要の下振れ懸念から下落したあと、中東やロシアからの供給減少懸念を受けて上昇する場面もみられたものの、産油国による増産等を背景に、期間を通じてみれば下落した。銅（ＬＭＥ）価格は、世界需要の下振れ懸念から下落する場面もみられたものの、その後は市場センチメントが改善するもと、主要鉱山の操業停止による供給要因もあって、期間を通じてみれば上昇した。農産物価格は、主要生産地の好天による供給増加が意識され、下落した。金価格は、経済の不確実性等が意識されるなか、安全資産としての需要を背景に上昇した。

（２）短期金融市場

７年度上期のわが国の短期金融市場の動向をみると、翌日物市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は（図表20）[3]、0.5%程度で推移した。ターム物金利をみると、円ＯＩＳレート（３か月物）は、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば、小幅に上昇した。国庫短期証券利回り（３か月物）は、国内外の投資家需要による振れを伴いつつ、小幅に上昇した。

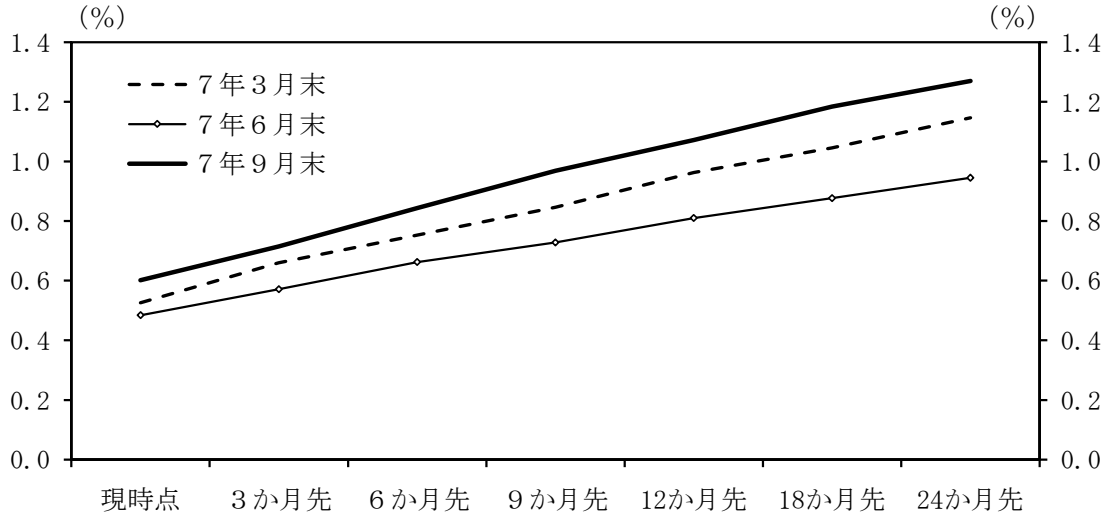
（図表 20）短期金融市場金利



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

円ＯＩＳのフォワードレートは（図表 21)、６月末にかけて低下したのち上昇に転じ、期間を通じてみれば、小幅に上昇した。

（図表 21）円ＯＩＳのフォワードレート



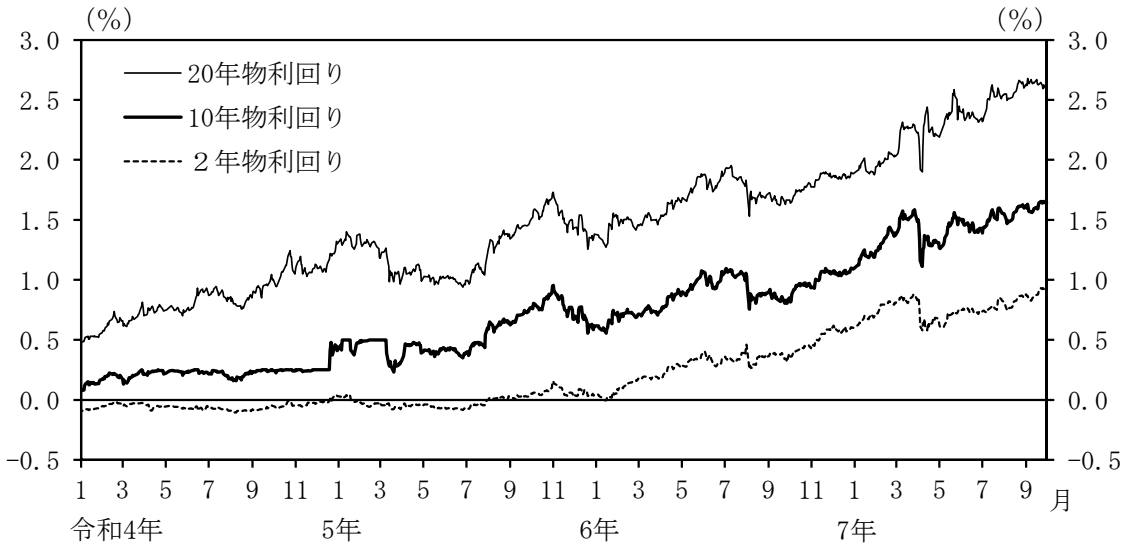
（注）現時点は、３か月物のＯＩＳレート。３か月先、６か月先、９か月先は、各３か月間、12 か月先、18 か月先は、各６か月間、24 か月先は、12 か月間のフォワードレートをＯＩＳレートから算出。円ＯＩＳのフォワードレートは、基本的には各期間の無担保コールレート（オーバーナイト物）の市場見通しを反映する。

（３）債券市場

７年度上期の債券市場の動向をみると（図表 22)、長期国債（10 年債）の流通利回りは、各国の通商政策を巡る不確実性の高まりを受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどから、４月初に大きく低下した。その後は、市場センチメントの改善を受けた米欧金利の上昇のほか、日米間の関税交渉の合意などを受けた金融政策の先行きに対する市場の見方等を反映して上昇し、期間を通じてみれば、上昇した。

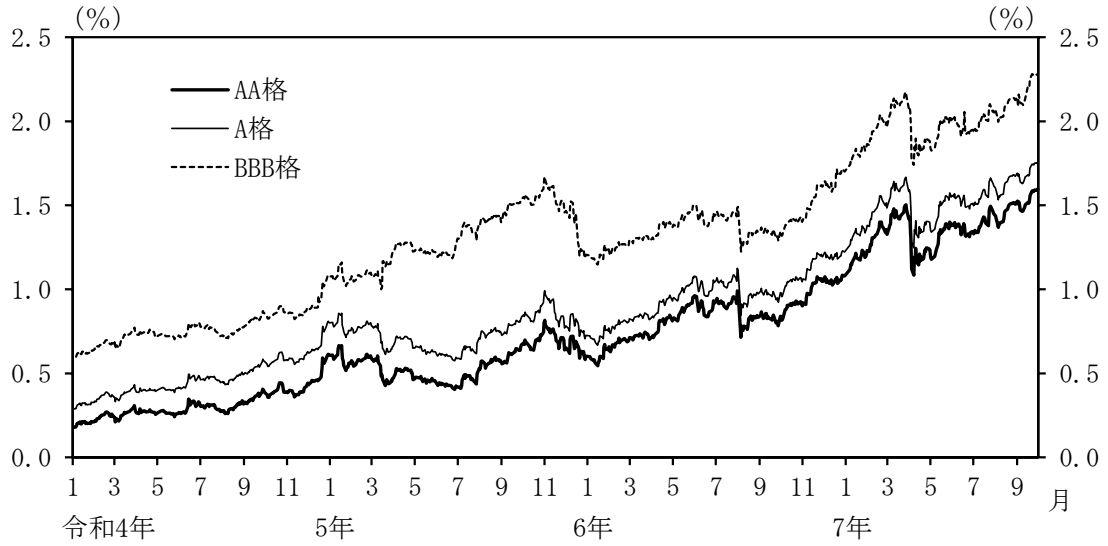
短中期国債（２年債）の流通利回りは、期間を通じてみれば、小幅に上昇した。超長期国債（20 年）の流通利回りは、上昇した。

（図表 22）国債流通利回り



社債流通利回りは（図表 23)、国債の流通利回りに概ね連れる形で推移し、期間を通じてみれば、上昇した。

（図表 23）社債流通利回り



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

（４）株式市場

７年度上期の株式市場の動向をみると（図表 24)、日経平均株価は、４月初に、市場センチメントが悪化するもと、大幅に下落した。その後は、米国株価の上昇に連れたほか、７月下旬の日米間の関税交渉の合意などを受けて、期間を通じてみても、大幅に上昇し、９月末には 44 千円台となった。

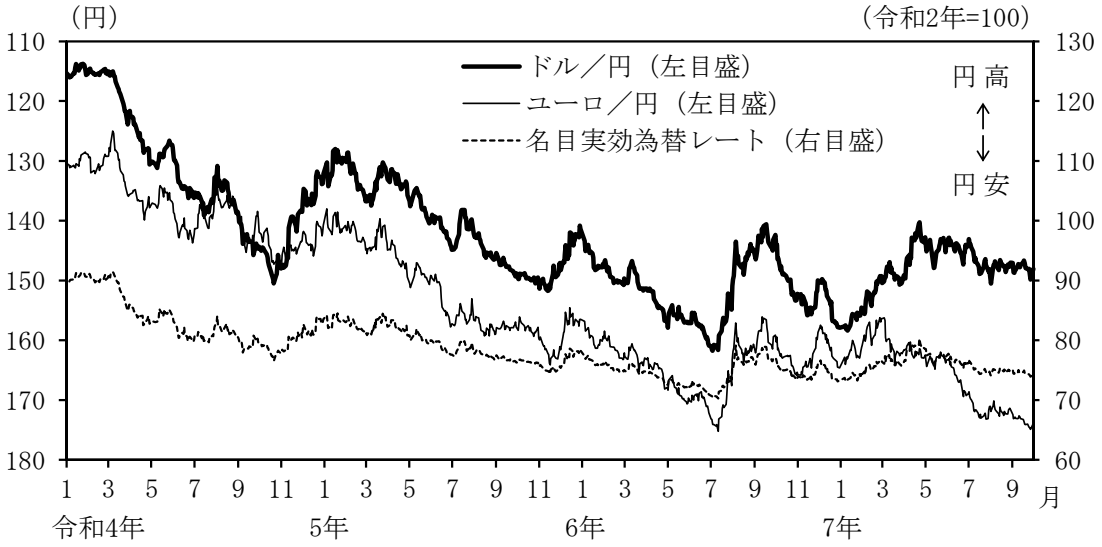
（図表 24）株価



（５）外国為替市場

７年度上期の外国為替市場の動向をみると（図表 25)、円の対ドル相場は、４月に円高方向に動いたが、その後は緩やかな円安方向の動きとなり、９月末には 148 円台と、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、円安ユーロ高方向の動きとなった。この間、円の名目実効為替レートは[4]、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば、円安方向の動きとなった。

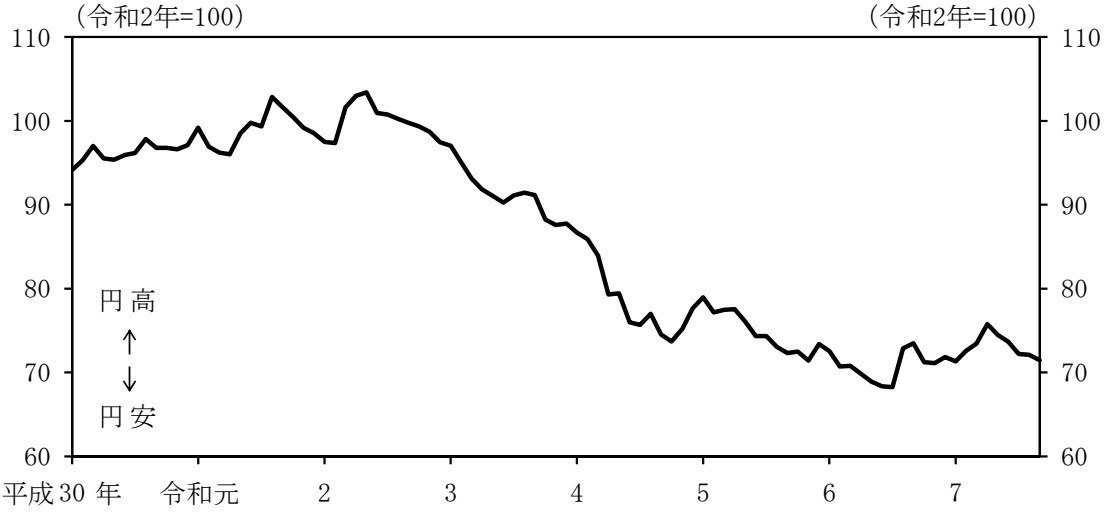
（図表 25）円の対ドル、対ユーロ、名目実効為替レート



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

こうした為替相場動向のなか、円の実質実効為替レートは（図表 26）[5]、振れを伴いつつ、期間を通じてみれば、円安方向の動きとなった。

（図表 26）円の実質実効為替レート

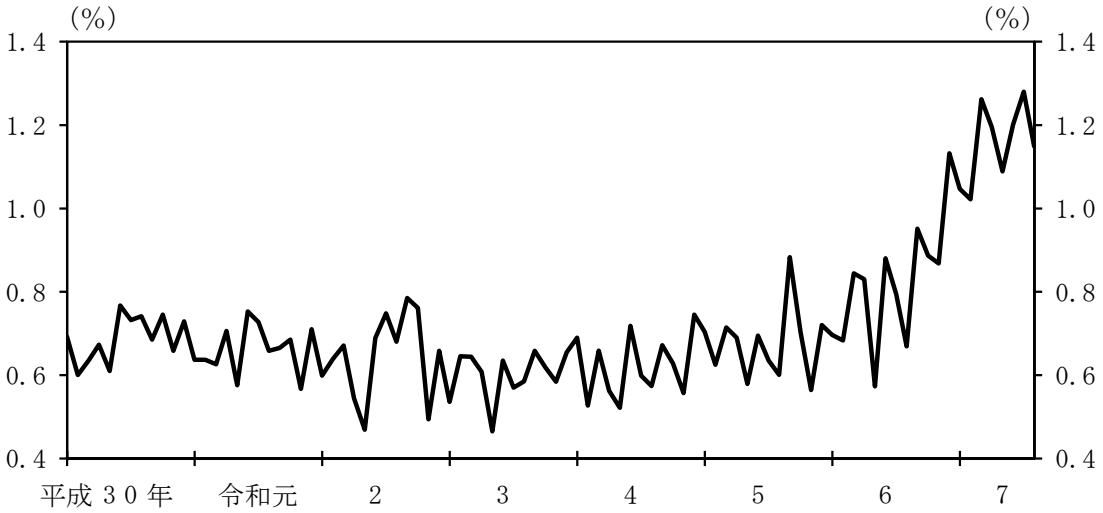


[5] 円の実質実効為替レートとは、わが国の主要貿易相手国の各通貨に対する円の為替レートについて、わが国と当該相手国の物価上昇率の違いを調整したうえで、わが国の各相手国との貿易額等のウェイトを用いて加重平均したもの。

（６）企業金融

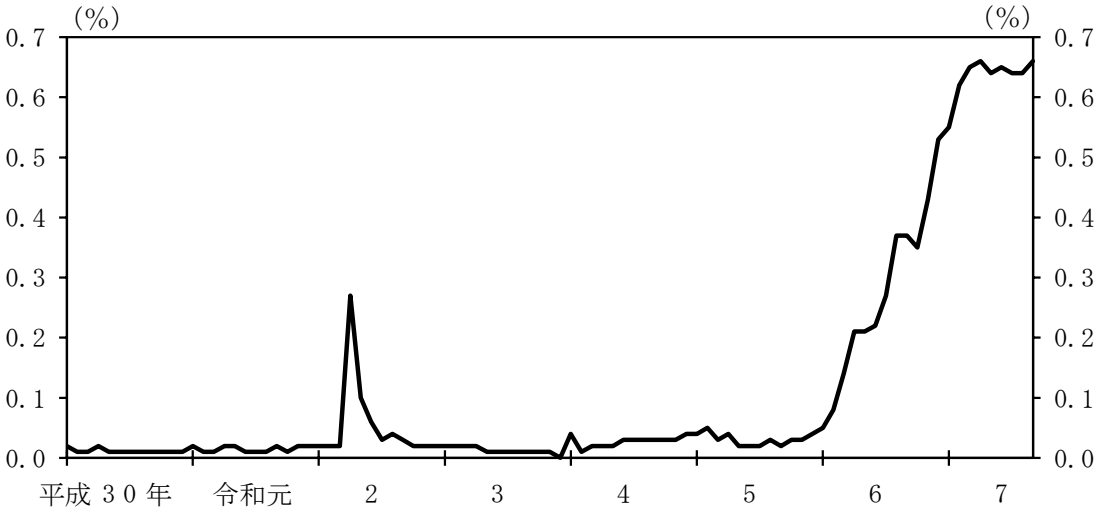
７年度上期において、企業の資金調達コストは、上昇した。貸出金利をみると（図表 27)、国内銀行の貸出約定平均金利（新規実行分）は、上昇した。

（図表 27）貸出約定平均金利（国内銀行、総合、新規実行分）



この間、ＣＰの発行金利は（図表 28)、横ばい圏内で推移した。社債の発行金利は、上昇した。

（図表 28）ＣＰ発行金利（３か月物）

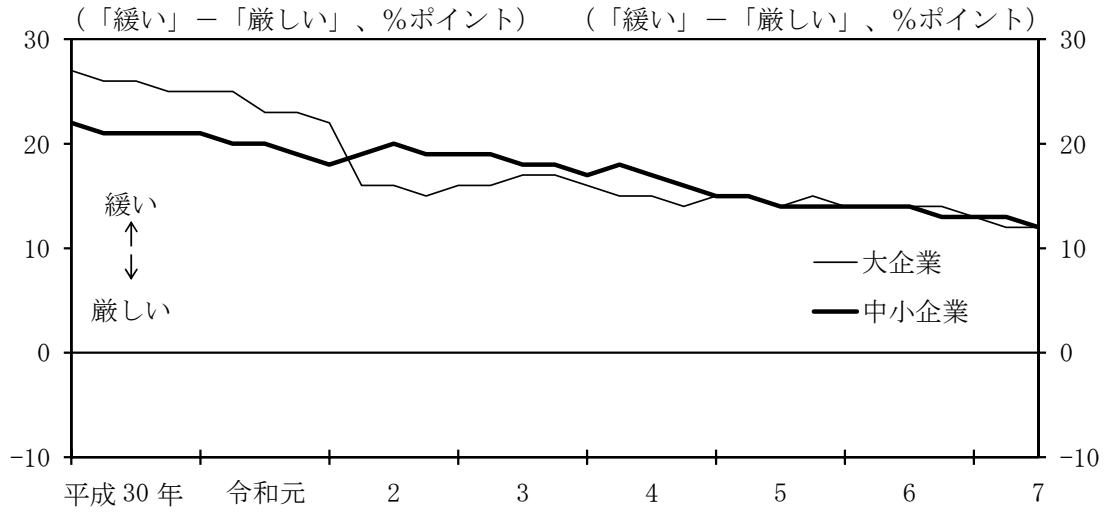


（注）新発利回り。ａ－１格相当の格付け取得先についての短期社債（電子ＣＰ）の平均。

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

資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかな増加を続けた。

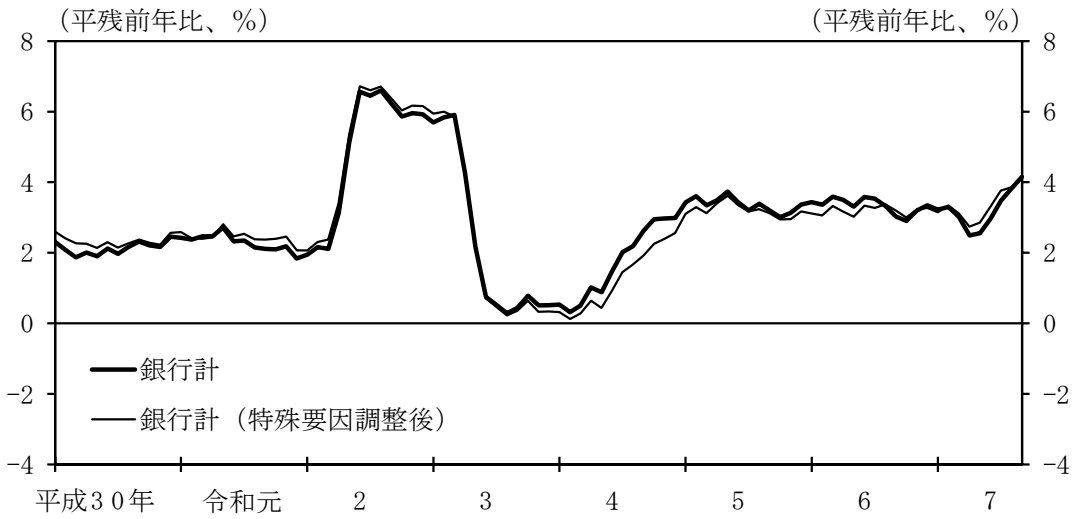
（図表 29）金融機関の貸出態度判断ＤＩ（短観）



（注）全産業ベース（図表 32 も同様)。

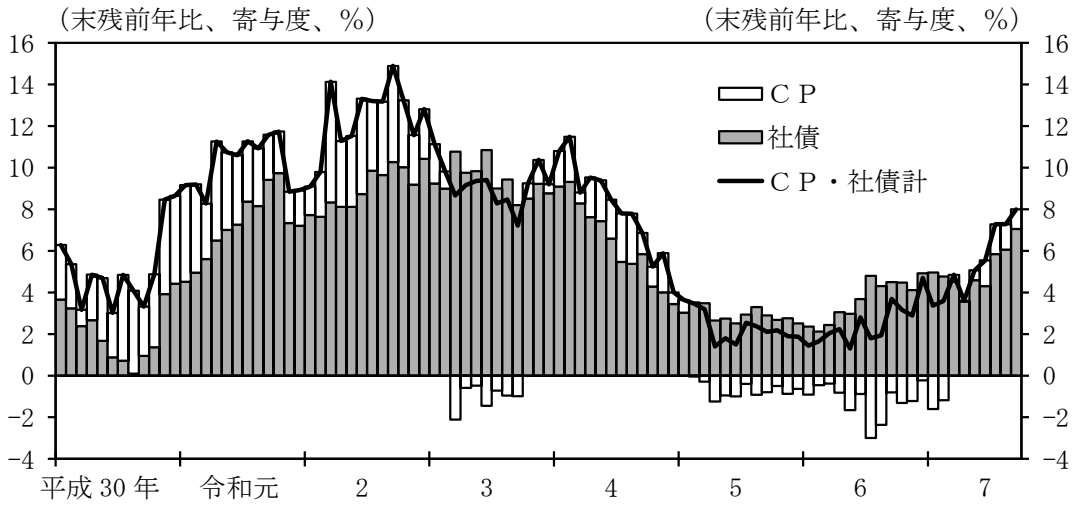
企業の資金調達動向をみると、民間銀行の貸出残高の前年比は（図表 30）[6]、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、２％台半ばから４％台前半で推移した。ＣＰ・社債計の発行残高の前年比は（図表 31)、大口の発行案件がみられたこともあり、３％台半ばから８％程度で推移した。

（図表 30）民間銀行貸出残高



（注）特殊要因調整後は、為替変動や債権流動化などの特殊要因を除いたベース。

（図表 31）ＣＰ・社債発行残高

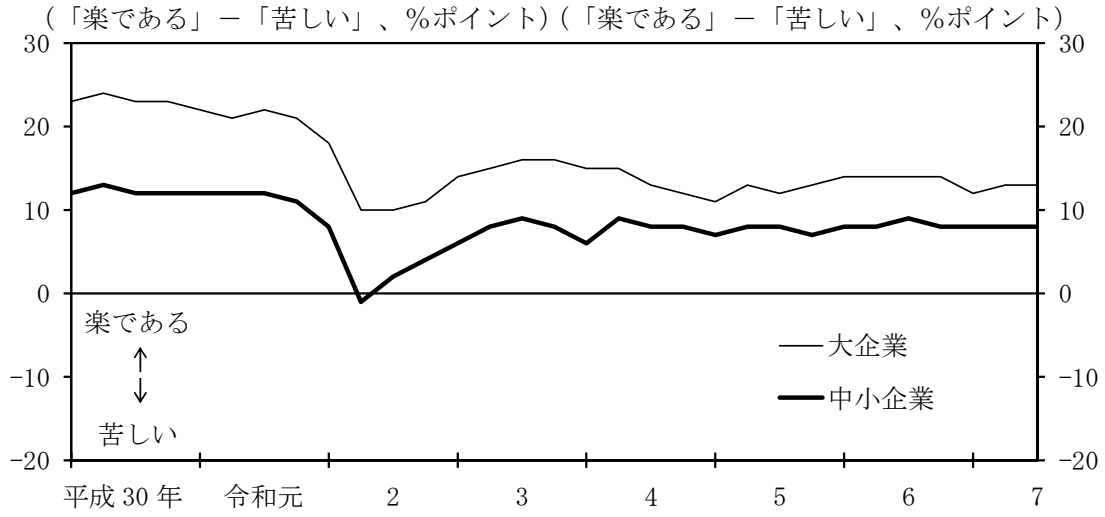


（注）ＣＰ発行残高は、短期社債（電子ＣＰ）の残高（銀行、証券会社、外国会社等発行分を除く。ただし、ＡＢＣＰは含む)。

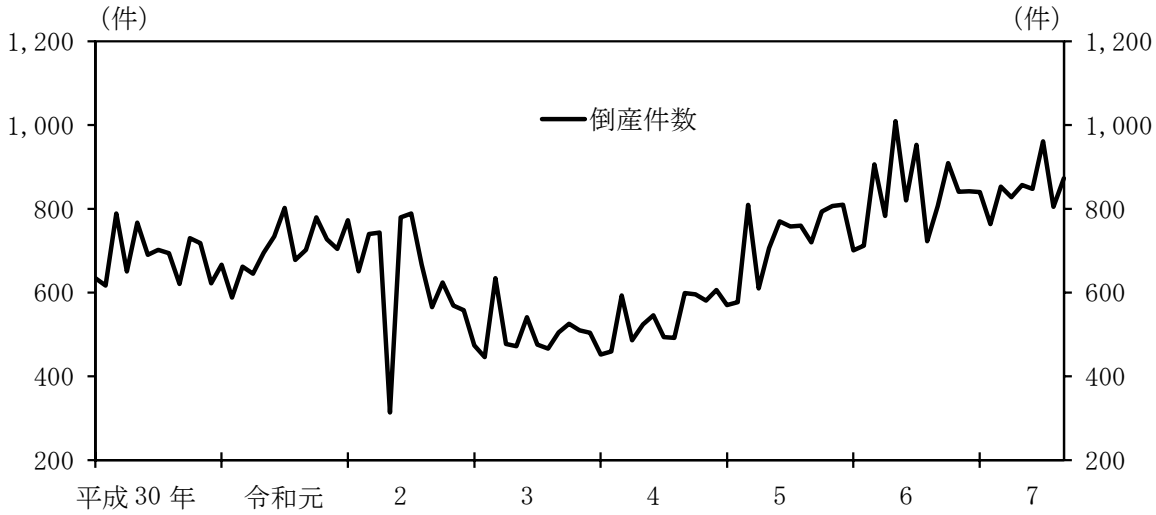
[6] 都市銀行等、地方銀行、第二地方銀行の国内店と海外店による国内居住者向け貸出。

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

（図表 32）企業の資金繰り判断ＤＩ（短観）



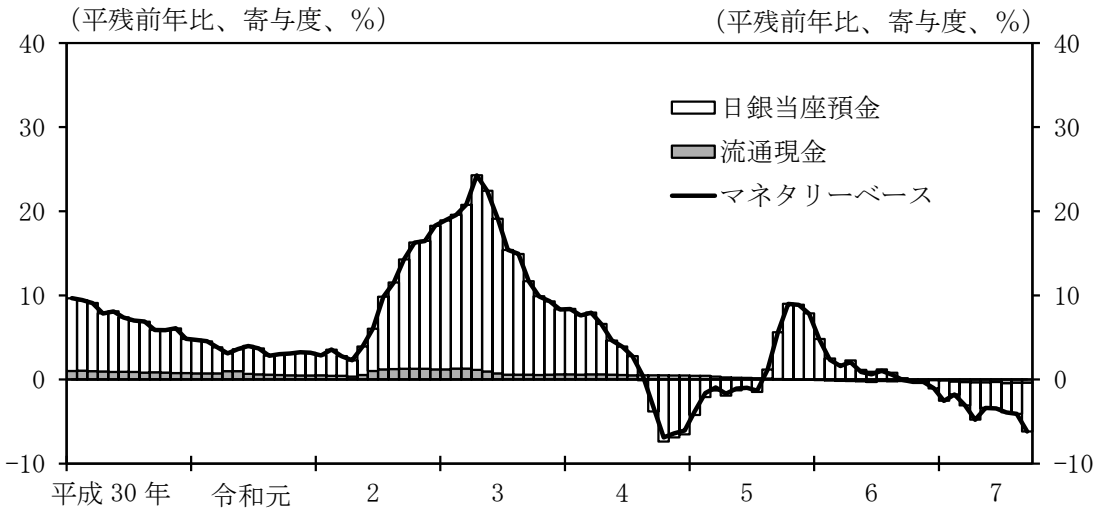
（図表 33）企業倒産



（７）量的金融指標

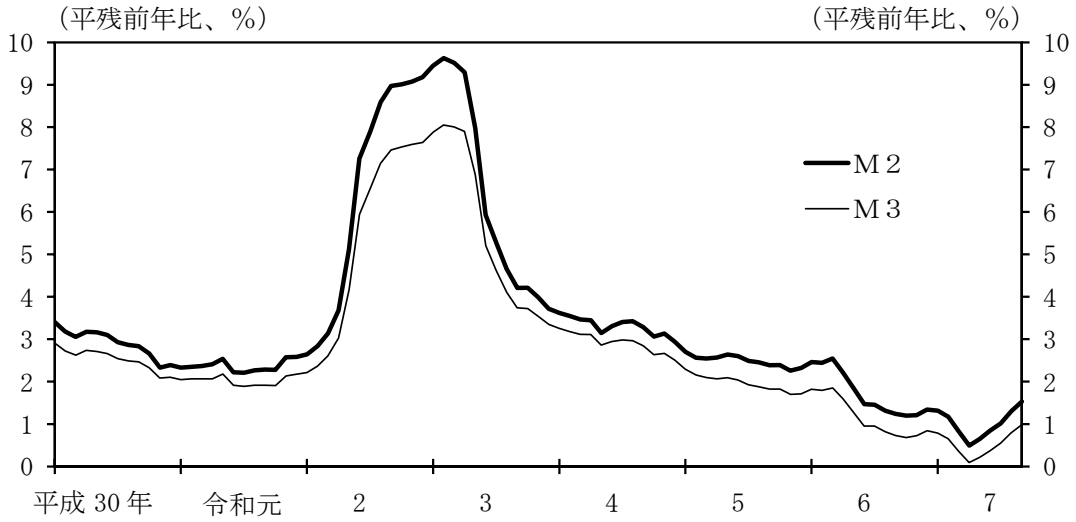
７年度上期の量的金融指標をみると、マネタリーベース（流通現金＋日本銀行当座預金）の前年比は（図表 34)、長期国債買入れ額や貸出増加支援資金供給が減少するもとで、マイナス幅が拡大した。

（図表 34）マネタリーベース



マネーストック（Ｍ２）の前年比は（図表 35)、０％台半ばから１％台半ばで推移した。

（図表 35）マネーストック



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

Ⅱ．金融政策運営及び金融政策手段

１．金融政策決定会合の開催実績

日本銀行政策委員会は、令和７年４月から７年９月までの間、計４回の金融政策決定会合（以下「会合」という）を開催した。

会合への出席者は以下のとおりである。

議長	植田和男	（総裁）
	氷見野良三	（副総裁）
	内田眞一	（副総裁）
	中村豊明	（審議委員、６月 16、17 日会合まで出席）
	野口　旭	（審議委員）
	中川順子	（審議委員）
	高田　創	（審議委員）
	田村直樹	（審議委員）
	小枝淳子	（審議委員）
	増　一行	（審議委員、７月 30、31 日会合より出席）

このほか、財務省および内閣府から出席があった。

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

２．金融政策決定会合における検討・決定

（１）概況

（金融経済情勢）

政策委員会では、令和７年度上期の金融経済情勢について、「Ⅰ．経済及び金融の情勢」で述べた判断を行った。すなわち、景気の現状については、すべての会合において、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」と判断した（図表36）。先行きについては、すべての会合において、「各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる」との見方を示した。

物価の現状については、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比でみて、４月の会合では、「賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％台前半となっている」、６月の会合では、「賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％台半ばとなっている」、７月の会合では、「賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは３％台前半となっている」、９月の会合では、「賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは２％台後半となっている」とそれぞれ判断した。先行きについては、４月の会合では、「７年度に２％台前半となったあと、８年度は１％台後半、９年度は２％程度となると予想される。これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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」、６月の会合では、「これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影

響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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」、７月の会合では、「７年度に２％台後半となったあと、８年度は１％台後半、９年度は２％程度となると予想される。このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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」、９月の会合では、「このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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」との見方をそれぞれ示した。また、予想物価上昇率については、すべての会合において、「緩やかに上昇している」と判断した。

（図表36）政策委員会の経済情勢についての判断

７年４月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。
６月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。
７月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。
９月	わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

（金融政策運営）

金融政策運営面では、７年度上期のすべての会合において、以下の金融市場調節方針を維持することとした[7]。

[7] ４月から７月の会合は全員一致、９月の会合は賛成７反対２でそれぞれ決定された。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す。

６月の会合では、長期国債買入れの減額について、月間の長期国債の買入れ予定額を、８年１～３月までは原則として毎四半期4,000億円程度ずつ、８年４～６月以降は原則として毎四半期2,000億円程度ずつ減額し、９年１～３月に２兆円程度とする以下の計画を決定した[8,9]。

① 月間の長期国債の買入れ予定額を、８年１～３月までは原則として毎四半期4,000億円程度ずつ、８年４～６月以降は原則として毎四半期2,000億円程度ずつ減額し、９年１～３月に２兆円程度とする。
② ８年６月の会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、９年４月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。
③ 長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。
④ なお、必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直すこともありうる。

９月の会合では、日本銀行が保有するＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴについて、市場に攪乱的な影響を与えることを回避する等の基本方針を踏まえ、当分の間、以下のとおり、「金融機関から買入れた株式」の売却[10]と同程度の規模で、市場への売却を行うことを決定した[11,12]。

---

[8] この決定のほか、国債市場の流動性を改善する観点から、国債補完供給にかかる減額措置の要件緩和の対象銘柄の拡充等を行うこととした。
[9] 賛成８反対１で決定された。
[10] 日本銀行は、平成 14 年から 16 年および 21 年から 22 年にかけて、金融システム全体の安定性を確保するため、金融機関からの株式買入れを実施した。その後、一定のペースで当該株式の売却を進め、令和７年７月にその処分を完了した。
[11] このほか、元年 12 月に導入されたＥＴＦ貸付制度を、その利用状況等に鑑み、停止することとした。
[12] 全員一致で決定された。

① ＥＴＦについては、年間3,300億円程度[13]のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。
② Ｊ－ＲＥＩＴについては、年間50億円程度[14]のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。
③ ＥＴＦ、Ｊ－ＲＥＩＴともに、上記の売却ペースのもとで、時期の分散に配慮しつつ、各銘柄の保有割合におおむね比例的なかたちで売却する。

先行きの金融政策運営については、４月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、２％の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」、７月の会合では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、２％の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく」との考え方をそれぞれ示した[15]。

[13] 簿価ベース。７年３月末時点の時価に換算すると 6,200 億円程度であり、金融機関から買入れた株式の処分ペースとおおむね同額となる（東証プライム市場全体の売買代金に占める売却額の割合は 0.05％程度）。
[14] 簿価ベース。７年３月末時点の時価に換算すると 55 億円程度（東証ＲＥＩＴ市場全体の売買代金に占める売却額の割合は 0.05％程度）。
[15] 各会合における経済・物価の見通しについては、Ⅱ．２．（２）参照。

このほか、９月の会合では、ＥＴＦ等の処分を円滑に進める観点から、「指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針」の制定を決定した。また、「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の一部改正を決定した[16]。

[16] 全員一致で決定された。

（２）「経済・物価情勢の展望」

（「経済・物価情勢の展望（７年４月）」）

４月の会合では、７年度から９年度を対象とする「経済・物価情勢の展望」（以下「展望レポート」という）に関する議論を行った。

まず、９年度までの経済・物価情勢の見通し[17, 18]については、以下のような見方を示した。

① わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は改善傾向にあり、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。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは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。

② 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考

---

[17] 各国の通商政策等の今後の展開やその内外経済・物価に及ぼす影響については、不確実性がきわめて高い状態にある。展望レポートの中心的な見通しは、今後、各国間の交渉がある程度進展するほか、グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを前提に作成している。なお、今後の各国の政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第で、経済・物価の見通しが大きく変化しうる点には注意が必要である。

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

えられる。すなわち、輸出や生産は、海外経済の減速を背景に、弱めの動きになると見込まれる。こうした動きを受けて、企業収益も、高水準ながらも減少するとみられる。こうしたもと、設備投資は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。雇用・所得環境をみると、経済の成長テンポは鈍化する中にあっても、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとで、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたもと、名目賃金は、当面は本年の春季労使交渉の結果等を踏まえて高い伸び率が続くと見込まれるほか、その後も、企業収益減少の影響を受けて伸び率を幾分鈍化させつつも、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、当面は物価上昇の影響を受けつつも、雇用者所得の増加が続くことなどから、緩やかな増加基調を維持するとみられる。政府によるガソリン代の負担緩和策や７年度から実施される税制改正なども、個人消費を下支えすると考えられる。この間、公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれる。輸出や生産は、増加基調に復していくと考えられる。企業収益は内外需要の増加から改善していくとみられ、設備投資は、需要増に対応した能増投資もあって、増加傾向を続けると考えられる。雇用・所得環境をみると、人手不足感が強まるもとで名目賃金は再度伸び率を高め、個人消費は緩やかに増加していくと考えられる。８年度までの見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、６年度は、個人消費を中心に幾分上振れているが、７年度と８年度は、各国の通商政策等の影響を受けて、下振れている。この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる[19]。

[19] 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。

③　消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、７年度に２％台前半となったあと、８年度は１％台後半、９年度は２％程度となると予想される。これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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。８年度までの見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、７年度と８年度は、原油価格の下落や今後の成長ペース下振れの影響などから、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、概ね横ばいで推移していく前提としている。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペース鈍化などの影響から、いったん２％を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで、２％程度で推移すると考えている。物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、現状程度で推移したあと、見通し期間終盤にかけて、再び改善していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見込まれるものの、成長ペースの鈍化などの影響を受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

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

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、２つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した[20]。

①　第１の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、７年度に２％台前半となったあと、８年度は１％台後半、９年度は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、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

②　第２の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては様々なものがあるが、とくに各国の通商政策等の今後の展開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はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、７年度と８年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについても、７年度と８年度は下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、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

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

ものの、全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。また、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。そのうえで、各国の通商政策等を巡る不確実性がきわめて高いことを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある[21]。

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

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、５月１日に公表した（背景説明を含む全文は５月２日に公表）。

（「経済・物価情勢の展望（７年７月）」）

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

[21] 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（７年４月）を参照。

まず、９年度までの経済・物価情勢の見通し[22,23]については、以下のような見方を示した。

① わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は改善傾向にあり、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。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは３％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。

② 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。すなわち、輸出や生産は、海外経済の減速を背景に、弱めの動きになると見込まれる。こうした動きを受けて、企業収益も、高水準ながらも減少するとみられる。こうしたもと、設備投資は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靭化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると

[22] 通商政策等に関しては、日米間の交渉が合意に至るなど、前向きな動きがみられている。もっとも、各国間の交渉や通商政策等の内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性は、高い状況が続いている。展望レポートの中心的な見通しは、これまでの各国間の交渉状況を踏まえているほか、今後、グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを前提に作成している。なお、今後の各国の政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第で、経済・物価の見通しが大きく変化しうる点には注意が必要である。

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

見込まれる。雇用・所得環境をみると、経済の成長テンポは鈍化する中にあっても、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとで、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたもと、名目賃金は、当面は本年の春季労使交渉の結果等を踏まえて高い伸び率が続くと見込まれるほか、その後も、企業収益減少の影響を受けて伸び率を幾分鈍化させつつも、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、物価上昇の影響で、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や７年度から実施される税制改正なども、個人消費を下支えすると考えられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれる。輸出や生産は、増加基調に復していくと考えられる。企業収益は内外需要の増加から改善していくとみられ、設備投資は、需要増に対応した能増投資もあって、増加傾向を続けると考えられる。雇用・所得環境をみると、人手不足感が強まるもとで名目賃金は再度伸び率を高め、個人消費は緩やかに増加していくと考えられる。こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる[24]。

③　消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、７年度に２％台後半となったあと、８年度は１％台後半、９年度は２％程度となると予想される。このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むことが見込まれる。もっとも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率は徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物

[24] 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。

価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、７年度は、食料品価格上昇の影響を主因に上振れているが、８年度と９年度は概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による施策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて、緩やかに低下していく前提としている。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、このところの米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペース鈍化などの影響から、いったん２％を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで、２％程度で推移すると考えている。物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、現状程度で推移したあと、見通し期間終盤にかけて、再び改善していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見込まれるものの、成長ペースの鈍化などの影響を受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

④　上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性（リスク要因）としては、主に各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向、輸入物価の動向、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響に注意が必要である。以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、企業の賃金・価格設定行

動やそれらが予想物価上昇率に与える影響、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及に注意が必要である。

金融政策の運営を巡っては、経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、２つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理した[25]。

① 第１の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価の前年比は、７年度に２％台後半となったあと、８年度は１％台後半、９年度は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、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

② 第２の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては様々なものがあるが、とくに各国の通商政策等の今後の展開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は高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、７年度と８年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。金融面のリスクについてみると、不動産価格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。そのうえで、各国の通商政策等を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある。

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

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

以上のような内容を含む「展望レポート」の「基本的見解」を全員一致で決定し、７月 31 日に公表した（背景説明を含む全文は８月１日に公表）。

（３）金融経済情勢に関する検討

「展望レポート」を公表した７年４月および７月以外の会合では、金融経済情勢に関して、以下のような議論を行った。

イ．７年６月の会合

（国際金融資本市場は、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されつつも、通商政策に関する各国間の交渉の進展や米国の堅調な経済指標等を背景に、市場センチメントは改善している）

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されつつも、通商政策に関する各国間の交渉の進展や米国の堅調な経済指標等を背景に、市場センチメントは改善しているとの見方を共有した。一人の委員は、注意を要する最近の動きとして、主要国における超長期金利の大幅な上昇を挙げた。こうした動きの背景として、この委員は、コロナ禍後に、多くの国でほぼ完全雇用のもとでの高インフレが続いてきたことから、財政の拡張が民間部門の投資をクラウディングアウトし、金利上昇につながりやすくなっている可能性を指摘した。別の一人の委員は、国際会議等でも各国の国債市場の状況が議論の焦点となっており、海外市場における不測の動きが国内市場に波及する可能性にも注意を払わなければならない局面に入っているとの見方を示した。

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

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかに成長していくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、関税政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性はきわめて高い状況にあるとの認識を共有した。ある委員は、各国の企業・家計のコンフィデンス指標は悪化しているものの、ハードデータは、関税導入前の駆け込みの影響もあって実勢が掴みづらくなっているため、今後のデータを丁寧に確認していく必要がある

との見解を示した。この間、複数の委員は、不確実性の高さに対応するため、拡張的な財政政策や緩和的な金融政策によって内需の下支えを図ろうとする国が増えており、これが、世界経済の減速をある程度緩和させる可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、欧米、中国、新興国が揃って財政・金融の両面で緩和策に傾く中、予想外の経済の上振れやインフレ圧力が生じる可能性もあると付け加えた。別の一人の委員は、こうした財政・金融政策は、世界的な対外収支の不均衡を根本的に是正することはできないほか、他国の経済にも影響を与える可能性があると指摘したうえで、引き続き、世界経済の減速リスクについて注意してみていく必要があると述べた。この間、ある委員は、最近の中東における地政学的リスクの高まりが、原油価格の上昇などを通じて世界経済を不安定化させる可能性があるとの懸念を示した。

（わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している）

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、前回会合以降の経済動向は、４月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。米国の関税政策の実体経済への影響について、何人かの委員は、マインド指標は弱めの動きとなっているが、関税引き上げ前の駆け込み輸出の影響などもあって、これまでのところハードデータは底堅い動きを示していると指摘した。このうちの一人の委員は、４～５月のハードデータは比較的しっかりしたものが多かったが、関税政策の影響はこれから顕在化すると考えられると付け加えた。ある委員は、米国の関税政策の直接的な影響はまだ表れていないものの、食料品価格の高止まりや関税政策によるマインド悪化などを背景に、わが国経済は、やや足踏み状態にあるとの認識を示した。

景気の先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化するとみられるが、その後は海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくとみられるとの認識を共有した。ある委員は、米国の関税政策の影響について、中小企業を含む幅広い業種へのヒアリング結果をみると、先行きの方向性を見出す材料が乏しい中で、判断を留保する先が散見されると指摘した。そのうえで、この委員

は、こうした状況がセンチメントの下押し圧力になることは間違いないが、実体経済への影響の大きさについては、今しばらく時間をかけてみていかざるを得ないとの見解を示した。複数の委員は、不確実性は依然として高いものの、米国の関税政策に伴う経済の減速圧力は、前回会合時点で想定していたほど強くない可能性があるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、自動車・鉄鋼業界等への影響は注視する必要があるものの、米国向け輸出ウエイトの低下や高付加価値製品への転換の動き等を踏まえると、産業全般への波及度合いは、これまでの想定よりも限定的となる可能性があると指摘した。一方で、ある委員は、法人企業統計をみると、企業の稼ぐ力と賃上げ余力は改善しているが、中小企業に限ると賃上げと設備投資の両立が難しい様子が窺われると述べたうえで、日本経済は「賃上げと投資が牽引する成長型経済」へ移行できるか、スタグフレーションに陥るかの分岐点にあるとの見方を示した。

（消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％台半ばとなっている）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％台半ば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。何人かの委員は、通商政策を巡る不確実性は引き続ききわめて高いが、最近の物価は、米などの食料品価格の上昇を主因に、４月の「展望レポート」の見通し対比強めの動きとなっていると指摘した。このうちの一人の委員は、食料品や外食などの業種では、価格設定行動の変化が定着してきている可能性があり、今後、こうした動きが他の業種にも広がっていくかどうか、注視していく必要があるとの見方を示した。別の一人の委員は、生鮮食品を含む食料品等の価格上昇は、①供給力の低下、②各種コストや人件費の上昇、③気候変動に伴う天候不順によるもので、これらの要因は今後も継続する公算が大きいと述べた。一方、ある委員は、食料品等の値上げは続いているものの、生鮮食品や米の価格上昇は、国内における供給の拡大や政策対応によってピークアウトしつつあるとの見方を示した。この間、サービス価格の動向について、一人の委員は、家賃や公共サービスを除いたサービス価格は足もと高い伸びとなっていると指摘したうえで、サービス品目に

ついても、品質調整による価格維持の余地が小さくなり、販売価格の引き上げにつながり始めた面があるとの見方を示した。これに対して、別の一人の委員は、外食などを除けば、名目賃金が高まっている割に、サービス価格への波及には頭打ち感がみられるとの見解を示した。

物価の先行きについて、委員は、物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は次第に減衰していくと考えられるとの認識を共有した。一人の委員は、為替相場の動きを映じて企業物価は既にピークアウトしていることから、消費者物価の食料品価格は次第に落ち着き、米価格についても、政策効果による低下が期待できるとの見方を示した。また、委員は、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの見方を共有した。ある委員は、労務費の価格転嫁が難しいので賃上げができないという、これまでの賃金・物価のゼロノルムは崩れつつあると指摘したうえで、関税政策による収益面での下押し圧力を受ける中にあっても、賃金上昇のモメンタムが維持されることが重要であるとの見解を示した。一人の委員は、人手不足に伴う賃上げ等の国内要因による物価上昇が生じている点に注目していると述べた。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、わが国の金融システムは引き続き安定性を維持しているほか、市場センチメントも改善していると指摘した。

ロ．７年９月の会合

（国際金融資本市場は、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、通商政策の交渉の進展などから、市場センチメントは改善している）

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の不確実性が引き続き意識され

ているものの、通商政策の交渉の進展などから、市場センチメントは改善しているとの見方を共有した。何人かの委員は、米国の株価が最高値を更新し続けていることを指摘したうえで、そうした動きの背景には、ＡＩ関連需要の高まりを受けたハイテク企業の業績に対する期待や、ＦＲＢの利下げが米国経済を下支えするとの見方があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、株式市場は先行きの米国経済を楽観しているようにみえるが、今後、関税による下押し圧力が予想以上に大きいと認識されれば、市場が悲観論に傾く可能性にも留意する必要があると指摘した。

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

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかに成長していくとの見方で一致した。何人かの委員は、海外経済は足もと一部に弱めの動きもみられるものの、多くの国・地域で米国との通商交渉が比較的穏当なかたちで決着したことなどを踏まえると、大幅な減速リスクは引き続き高くないと指摘した。ある委員は、米国における関税コストの消費者への転嫁が緩やかであることなどを踏まえると、関税政策が米国経済や世界経済に与える影響は、インフレや雇用の急激な悪化というかたちではなく、じわじわと時間をかけて出てくる見通しになってきているとの認識を示した。

（わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している）

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、前回会合以降の経済動向は、７月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。何人かの委員は、わが国の景気が緩やかに回復していることを示すものとして、４～６月期の実質ＧＤＰが前期比＋0.5％（年率＋2.2％）と５四半期連続のプラス成長となったことなどを挙げた。多くの委員は、米国の関税政策はわが国企業の収益面にマイナスの影響を及ぼしているが、これまでのところ、設備投資や雇用・賃金動向を含め、経済全体に波及している様子は窺われないとの認識を示した。

景気の先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化するとみられるが、その後は海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくとみられるとの認識を共有した。何人かの委員は、関税政策の影響で輸出関連企業の収益が相応に下押しされることは避けられないが、ここ数年の為替円安等によって蓄積された高水準の収益がある程度のバッファーになるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、関税政策は、すべての業種に等しく影響を及ぼすものではないことに留意する必要があるとしつつ、米国経済の減速が見込まれる中、企業の景況感がこのまま良好な水準で推移するのか、それとも悪化方向に向かうのかを確認する必要があると述べた。別の一人の委員は、わが国経済は、しばらくは駆け込みとその反動で振れやすい展開となるものの、米国の関税が想定よりも穏当な結果となる中、それがわが国景気の腰を折り、物価に大きな下押し圧力をかけるほどには至らないとの見方を示した。

（消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは２％台後半となっている）

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは２％台後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。多くの委員は、前回会合以降の物価動向は、７月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、子細にみると、米価格は想定よりも強め、外食などは弱めの動きになっていると指摘した。ある委員は、食料品価格上昇の相当部分は米価を起点とするものであるが、米価以外の要因に基づく部分もかなりの比重を有するとの見方を示した。別のある委員は、食料品の値上げトレンドは依然として根強いものの、輸入食材の円建て価格が前年比マイナスになっている影響もあり、食料品価格の上昇は漸くピークアウトしつつあるとの認識を示した。この間、サービス価格の動向について、複数の委員は、賃金と物価が相互に参照するメカニズムが作用しており、緩やかな上昇が続いているとの認識

を示した。このうちの一人の委員は、家賃や公共サービスについても、このところ徐々に伸び率を高めていると付け加えた。このほか、複数の委員は、消費者物価の品目別上昇率の分布や上昇・下落品目比率の動きなどをみると、価格上昇の裾野の広がりが確認できると指摘した。

物価の先行きについて、委員は、このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられるとの認識を共有した。ある委員は、米価の先行きはなお不透明であるが、輸入食材を含む食料品の価格が落ち着いてくることに伴い、消費者物価の上昇率は徐々に低下するとの見方を示した。また、別のある委員は、最近の加工食品の値上がりに関し、一部の企業は、輸入物価の上昇が落ち着いている中でも積極的な値上げに踏み切っている印象があるとしたうえで、多くの先が価格転嫁が不可欠であるほど収益が悪化しているわけではないことを踏まえると、今後の消費者の購買状況次第では、値上げの流れに変化が生じることもあり得ると述べた。これに対して、一人の委員は、輸入物価や米などの原材料価格のトレンド、食料品価格への価格転嫁の継続度合い、食料品以外への価格転嫁の広がりの３点に注目していると述べたうえで、銘柄米の価格水準は見通し対比でやや強めに持続する可能性があるとみているほか、データやヒアリング情報を踏まえると、食料品価格への価格転嫁の継続性が高まっているのではないか、との認識を示した。そのうえで、この委員を含む何人かの委員は、最近の食料品価格上昇には、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響していることを踏まえると、価格上昇が想定以上に長引く可能性があることにも留意する必要があると指摘した。

また、消費者物価の基調的な上昇率について、委員は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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。何人かの委員は、足もとまでの各種指標の動きを踏まえると、基調的な物価上昇率は２％に向けて緩やかに上昇しているものの、なお２％に至っていないとの認識を示した。ある委員は、実際の消費者物価が徐々に低下していく中でも、基調的な物価上昇率は２％に向けて着実に高まりつつあり、インフレ期待の各指標も、足もとでは１％台後半に入りつつあると指摘した。一人の委員は、基調的な物価上昇率には推計の幅や計測誤差もある

ため、２％に達したか、伸び悩んでいるかの識別は容易ではないが、２％近傍で定着したかを丁寧に確認する必要はあり、モデルからの示唆も含めてみていきたいと述べた。この間、別のある委員は、基調的な物価上昇率を計測する指標には様々なものがあるが、それぞれの特性や有用性について整理・検討を深めることが必要であると指摘した。別の一人の委員は、基調的な物価上昇率を捉えるとされる全ての指標を詳しく説明することは必ずしも適切でないものの、月次で公表されている特定の指標の動向だけに注目が集まることも望ましくないと述べたうえで、引き続き、適切な情報発信の方法を工夫していく必要があるとの見解を示した。複数の委員は、基調的な物価上昇率は、金融政策を運営するうえで非常に重要な概念であると指摘しつつも、その正確な計測が難しいことなどを踏まえると、具体的な水準の特定に議論の焦点が当たり過ぎれば、経済・物価見通しとの関係で適切に政策を判断していくという金融政策の基本的な考え方をうまく伝えられなくなる可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、基調的な物価上昇率が２％にかなり近接した状況の中、実際の物価上昇率を重視したコミュニケーションも必要であると指摘した。また、別の一人の委員は、「展望レポート」における物価見通しが、来年度、コストプッシュ要因の減衰に伴いいったん２％を下回り、その後、再び２％に向かっていくかたちになっている背後には、基調的な物価上昇率が、緩やかに上昇しつつも、なお２％に至っていないという判断があるとの認識を示した。このことを前提に、この委員は、基調的な物価上昇率の説明に偏り過ぎず、長年そうであったように、「展望レポート」における経済・物価見通しを政策運営上のコミュニケーションの中心に据えることが適当ではないか、との見解を述べた。

（金融環境は、緩和した状態にある）

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、金融システムは引き続き安定性を維持しており、資金調達環境も緩和的であると指摘した。また、この委員は、最近の国債市場の動向に関連して、超長期金利の上昇が他の年限の金利に与える影響は限定的と考えているが、その波及度合いについては、丁寧にみていきたいと述べた。

（４）金融政策運営を巡る議論

イ．金融市場調節方針と先行きの金融政策運営

４月の会合において、次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。多くの委員は、経済・物価見通しの下振れや不確実性の高まりを踏まえると、現時点では、緩和的な金融環境を維持しつつ、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を丁寧に確認していくことが適当であると指摘した。何人かの委員は、現在の実質金利はきわめて低い水準にあり、これを維持することで、経済をしっかりと支えていくことが重要であるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、金利の下限制約から脱却して１年以上経つが、経済と物価はしっかりしており、現在の金融政策スタンスは、とても緩和的な状況にあると付け加えた。ある委員は、１月に決定した政策金利引き上げの影響も、確認していく必要があるとの見解を示した。別のある委員は、米国の関税政策の展開がある程度落ち着くまで、取りあえずは様子見モードを続けざるを得ないと述べた。この間、一人の委員は、最近の関税政策により、企業における行き過ぎたコストカット、賃上げ・投資の抑制や産業の空洞化に陥る可能性も考えられることから、企業マインドや倒産の傾向に変化がないか注視する必要があるとの見方を示したうえで、経済への影響を慎重に見極めるため、現在の調節方針を維持することが適当であると述べた。

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、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことが適当との見方で一致した。何人かの委員は、現在の実質金利が大幅なマイナスであり、かつ、先行き２％の「物価安定の目標」を実現する姿になっていることを踏まえると、方向としては、これまで同様、政策金利を引き上げていくのが適当であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、健全なバランスシートなど、日本企業の財務体質が過去と比べて大きく改善している点も認識しておく必要があると述べた。ある委員は、「物価安定の目標」の実現に向けて最も重要なのは、企業の賃金・価格設定行動や企業や家計の予想インフレ率の動向であるが、これらが以前の賃金・物価が上がりにくい頃の状況に戻るリスクは小さく、２％に向けて上昇してきた基調的な物価上昇率が下方に屈折

してしまう可能性は小さいとの見方を示した。

そのうえで、多くの委員は、経済・物価の見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であると指摘した。ある委員は、前提となる各国の交渉の帰趨を含めて、不確実性がきわめて高い中で、見通し自体が上下に変化しうるため、見通し実現の確度やリスクを見極めていく必要があるとの認識を示した。一人の委員は、今回の経済・物価見通しの確度は従来と比べて高くはないとの見方を示したうえで、先行き、見通しの上振れ・下振れ双方の可能性を点検し、適切に政策を運営していく必要があると述べた。別の一人の委員は、米国経済減速から利上げの一時休止局面となるが、米国の政策転換次第で追加的な利上げを行うなど、過度な悲観に陥ることなく、自由度を高めた柔軟かつ機動的な金融政策運営が求められるとの認識を示した。また、別のある委員は、サプライチェーンの毀損などにより経済が下押しされると同時に物価が上押しされるような状況となれば、米国と比べて予想インフレ率がアンカーされていないわが国では、金融政策での対応がより難しくなる可能性があると指摘した。

委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方についても議論を行った。何人かの委員は、経済・物価の見通しが上下双方向で大幅に変化しうるもとでは、先行きの政策金利のパスは、中心的な見通しのもとで予想されるものから変わり得ることを丁寧に説明していくことが重要であると指摘した。また、ある委員は、様々な不確実性の存在を前提としつつも、今回示した中心的な見通しのもとでは、２％の「物価安定の目標」は、後ずれはするものの達成できるという見通しがあり、その見通しに立つのであれば、これまで同様、政策金利の引き上げにより金融緩和の度合いを調整していくことが適当であるという、現時点での日本銀行の基本的な考え方を説明していくことが大切であるとの意見を述べた。この点に関連して、一人の委員は、市場は、日本銀行の従来からの基本方針を前提に、内外の新しい情報を自ら咀嚼して、日本銀行からの直接的な示唆を俟つことなく、利上げ時期についての見方を形成し、自ら修正し続けていると指摘した。そのうえで、この委員は、市場が日本銀行の細かな言い振りよりも、経済・物価の動向に着目するようになることが望ましく、日本銀行としても、そうした状況を維持できるような情報発信を続けることが適切であるとの見解を示した。

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

執行部の説明に対し、委員は、執行部の示した案は適当であるとの見解を共有した。何人かの委員は、今回の中心的な見通しは、各国の通商政策等の今後の展開について一定の前提を置いたものであり、今後の各国の政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第で見通しが大きく変化しうる点も、「展望レポート」において併せて説明していく必要があるとの見解を示した。

６月の会合において、委員は、次回会合までの金融市場調節方針について議論し、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。多くの委員は、物価がやや上振れているとはいえ、先行きの不確実性は高く、米国の関税政策や中東情勢に伴う景気下振れリスクがあることを踏まえると、経済情勢を見極めることが必要であり、現状の金融政策運営を維持することが適当であるとの見方を示した。ある委員は、①先行き、中心的な見通しに沿ったとしても、成長ペースが鈍化し、基調的な物価上昇率の改善がいったんは足踏みする姿を想定していること、②通商政策を巡る米国と各国の交渉は始まったばかりであり、大きな不透明性やダウンサイドリスクがあることから、今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきであるとの見解を示した。別のある委員は、現在は、１月に決定した政策金利引き上げの経済・物価に対する影響を見守る局面で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・物価の中心的な見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくという考え方を共有した。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。複数の委員は、堅調な賃金や若干上振れ気味の物価を念頭に置くと、通商問題が穏当なかたちで推移する見通しになってくれば、現在の様子見モードから脱却し、利上げプロセスの再開を考えることになるとの見方を示した。一人の委員は、不確実性の高さを踏まえると、利上げの動きは当面休止する局面と考えられるが、米国の政策動向によって再び利上げ局面へ回帰する柔軟かつ機動的な対応も求められるとの認識を示した。ある委員は、インフレが想定対比、上振れて推移する中、たとえ不確実性が高い状況にあっても、金融緩和度合いの調整を果断に進めるべき局面もあり得ると述べた。これに対して別のある委員は、わが国の経済については先行きの不確実性が非常に高く、下方リスクの厚い状況が続いていると指摘したうえで、企業業績や日米通商交渉の方向性がみえてくるのはまだ先であり、政策金利は当面、現状の水準を維持することが適当であるとの認識を示した。

７月の会合において、次回会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。多くの委員は、日米関税交渉の合意により、先行きの不確実性は低下したと考えられるが、当面は関税政策の経済・物価への影響を見極める必要があるため、現状の金融政策運営を維持することが適当であるとの見方を示した。ある委員は、日米の関税合意によっても、わが国経済の成長ペースが鈍化し、基調的な物価上昇率の改善がいったんは足踏みするというメインシナリオは不変であると述べたうえで、通商政策やその影響を巡る不透明性が引き続き大きいことを踏まえると、今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきであるとの見解を示した。別の一人の委員は、引き続き１月に決定した政策金利引き上げの影響を見守る局面で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・物価の中心的な見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくという考え方を共有した。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。ある委員は、通商政策の影響が具体的にどう出てくるのか、各国のデータでなお確認できていないほか、米国の消費者物価と労働市場の動向によって、米国の金融政策や為替相場の方向性が大きく変化する可能性があり、もう少しデータを得たうえで政策判断すべきであるとの見解を示した。一人の委員は、足もと、物価は強めで推移し、需給ギャップがゼロ近傍となっている中、政策金利は中立金利を下回っているが、こうした状況では、その時々の金融・経済環境に配慮しつつも、政策金利をなるべく中立金利に向けて戻していくことが、意図しない経済の歪みを抑制するうえでも、望ましい方向であるとの認識を示した。別のある委員も、米欧と異なってわが国の政策金利は中立金利を下回っているとみられるため、今後も可能なタイミングで利上げを進めていくべきであると述べた。そのうえで、この委員は、日米関税交渉の妥結に対して株式市場がポジティブな受け止め方をしている中、過度に慎重になって、利上げのタイミングを逸することにならないよう、留意する必要があると指摘した。一人の委員は、米国の関税政策による影響の見極めには、少なくとも今後２～３か月は必要であると指摘したうえで、仮に、米国経済が想像以上に持ちこたえるようであれば、日本経済への下押しの影響も軽微なものにとどまり、早ければ年内にも現状の様子見モードが解除できるかもしれないとの認識を示した。ある委員は、物価上振れへの対応が遅れて急速な利上げを余儀なくされると、わが国経済に大きなダメージを与えるため、適時に利上げを進めることが、中央銀行のリスク・マネジメント上、重要であると指摘した。この間、一人の委員は、先行き、インフレ率がいったん低下するという中心的な見通しを前提とすれば、利上げの判断は注意深く行う必要がある一方、需要の価格弾力性が低い必需品や、人手不足による供給制約の強い品目が価格上昇の主役となり、物価上昇率が２％を上回る状況が長引くようであれば、時機を失することなく緩和度合いの調整を進めることが適当であると指摘した。

以上のような議論を受けて、議長は、執行部に対し、「展望レポート」で、先行

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

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

９月の会合において、まず、当面の金融政策運営の考え方について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくということが基本となるとの認識で一致した。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。

こうした考え方のもとで、次回会合までの金融市場調節方針について、大方の委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解を共有した。

何人かの委員は、日米間の交渉の進展はわが国経済を巡る不確実性の低下に繋がると考えられるが、当面は、通商政策等が内外の経済・物価に及ぼす影響を見極める必要があるため、現在の金融政策運営を維持することが適当であるとの見方を示した。このうちのある委員は、米国の関税率が 15%になっても日本経済に影響はあり、成長率がいったんは鈍化するという見通しは不変であるほか、物価面

では、食料品のコストプッシュが収まることで、来年度に２％を下回ると予想されることを踏まえると、今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきであるとの認識を示した。一人の委員は、わが国経済の特徴として、内需が外的な負のショックに対して脆弱な傾向があると指摘し、金利の正常化を進めるうえでは、ハードデータをもう少し確認してから判断しても遅くないとの見解を示した。別のある委員は、利上げに向けた条件は次第に揃いつつあるものの、米国経済が減速局面に入る可能性もあることを踏まえると、市場にサプライズとなる現時点での利上げは避けるべきであるとの意見を述べた。別の一人の委員は、わが国の経済状況という観点だけから判断すれば、前回の利上げから半年以上が経過していることもあり、そろそろ再度の利上げを考えてもいい時期かもしれないとしつつも、米国経済の落ち込みの程度の目途がついていないため、当面の金融政策運営は、現状維持が適当との認識を示した。

一方、複数の委員は、今回の会合で、政策金利を 0.75%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。このうちの一人の委員は、米国の相互関税賦課以来の不安が後退する中、国内では既に物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたと考えられることを踏まえると、再び利上げスタンスに回帰し、海外対比で低水準の実質金利の調整を行い得る状況であるとの認識を示した。別の一人の委員は、0.5%までの利上げの経済全体への波及はきわめて限定的であるとの見方を示したうえで、上下双方向のリスクがある現時点で、政策金利を一気に引き締める領域まで引き上げるべきではないが、物価の上振れリスクがある中、将来の急激な利上げによるショックを避けるため、中立金利にもう少し近づけておくべきであるとの見解を示した。

先行きの金融政策運営に関連して、多くの委員は、①米国をはじめとする世界経済の動向、②関税政策がわが国企業の収益や賃金・価格設定行動に与える影響、③食料品価格を含めた物価動向などを点検し、経済・物価の中心的な見通しが実現する確度や、上振れ・下振れ双方向のリスクを丹念に点検し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識を示した。ある委員は、企業収益や春季労使交渉の事前情報などから、ここ数年の賃上げの流れが途切れないことがある程度の確度をもって予想できるかどうかが重要であるとの見方を示した。一人の委員は、経済・物価が日本銀行の見通しに対してオントラックであり、大きく軌道を外れなければ、ある程度定期的な間隔で政策金利の水準を調整していくべきであ

ると述べたうえで、この先、米国の関税の影響を含め、企業の上期決算と通期見通しや短観など、幅広い情報が揃うとの認識を示した。別のある委員は、米国経済の帰趨が見えることを待つことで得られる知見もあるが、国内の物価との関係では待つことのコストも徐々に大きくなっていくので、待つことのコスト・ベネフィットやそれに伴うリスクの比較考量が必要になっていくと指摘した。これに関連して、複数の委員は、待つことのコスト・ベネフィットを考える際には、わが国の場合、長年にわたるデフレを経験していることも考慮する必要があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、マクロ的な需給ギャップがほぼゼロに達している状況では、物価の上振れリスクにも留意が必要としつつも、わが国の金融政策には、インフレ期待を２％にアンカーさせるという他の中央銀行にはない特別な配慮が必要であり、アンカリングが不十分と考えられるうちは、緩和的な金融環境をできるだけ維持し続けることが適当であると指摘した。

ロ．長期国債の買入れ等

（長期国債の買入れに関する考え方）

４月の会合において、委員は、最近の国債市場の動向と日本銀行の国債買入れに関する考え方についても、議論した。何人かの委員は、①長期金利は金融市場において形成されることが基本であること、②日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能なかたちで減額していくことが適当であること、といった基本的な考え方を改めて示した。このうちの一人の委員は、減額計画を定める際には、どの程度の減額であれば国債市場の機能に混乱が生じる可能性を低く抑えられるか、がポイントとなると指摘した。何人かの委員は、超長期国債の金利が大幅に上昇するなど、年限間の分断が生じているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、国債買入れの減額計画の中間評価に向けて、年限別の需給動向や流動性、業態毎に異なる見方を丁寧に確認することが重要であると述べた。この点に関連して、何人かの委員は、超長期金利の上昇については、そもそも同市場の参加者が限られているもとで、規制対応の一巡により投資家需要が減退していることなどが影響しているとの指摘が市場参加者から聞かれていると付け加えた。ある委員は、例外的な状況を除き、日本銀行が、一時的な需給バランスの変化に都度対応すると、市場の機能を再び損なうことになってしまうとの認識を示した。一人の委員は、中央銀行が市場を十分に

考慮することは当然であるが、一方で、その時々の市場の意見に反応しすぎると、その柔軟性が却って予見可能性を低下させ、市場の不確実性をより高める可能性があると指摘した。これらの議論を踏まえ、委員は、６月の会合では、市場参加者の意見や見方を十分に確認したうえで、国債市場の動向や機能度についてしっかりと点検し、現在の減額計画の中間評価を行うとともに、来年４月以降の国債買入れ方針を検討する必要があるとの認識で一致した。

（減額計画の中間評価と新たな減額計画の決定）

６月の会合において、執行部は、まず、国債市場の動向や機能度の評価について以下のとおり説明した。

- 昨年夏の長期国債買入れの減額開始以降、国債市場の機能度は総じて改善傾向を続けてきた。この点は、債券市場サーベイにおける機能度判断ＤＩが、５年初をボトムに本年入り後まで一貫して改善傾向を辿ってきたことなどに表れている。なお、４月入り後には、米国の関税政策を受けて国債市場のボラティリティが上昇し、市場の流動性がいったん低下したが、足もとでは、市場のセンチメントが改善に向かう中、ビッド・アスク・スプレッドが総じて改善方向の動きとなるなど、国債市場は落ち着きを取り戻している。

- この間、長期国債買入れの減額は、新発債を中心とする流動性の改善を通じて、市場機能度の向上につながったと考えられる。また、国債補完供給にかかる減額措置により、債券先物のチーペスト銘柄の需給が改善したことも、市場機能の改善につながったと評価できる。こうした対応のもとで国債市場の機能度の改善が進んでいるが、日本銀行の国債保有比率はなお高く、機能度の改善は道半ばである。

次に、執行部は、５月 20、21 日に開催した債券市場参加者会合において聞かれた国債市場の動向や機能度および長期国債買入れの減額計画に関する市場参加者の意見を報告した。

- 国債市場の動向や機能度については、春先以降、米国の関税政策の影響を受けて市場の流動性が低下する局面がみられたが、全体としてみれば、国債市

場の機能度は改善傾向にあるとの指摘が多く聞かれた。同時に、日本銀行の国債保有残高がなお多額に上るもとで、市場機能の改善は道半ばとの声も少なくなかった。

- 現行の長期国債買入れの減額計画については、これまでの減額が着実に市場機能度の改善につながっているもとで、予定通りの減額を続けるべきとの意見が大半であった。

- ８年４月以降の長期国債の買入れについては、市場の機能度を一段と高める努力を続けていくことが重要との認識から、引き続き、国債の買入れ額を減らしていくことが適切との声が多く聞かれた。具体的には、現行ペース、または、やや減速したペースでの減額を１年程度続け、１～２兆円程度になるまで月間買入れ金額を減らすべきとの意見が多くみられた。また、再び中間評価を実施するなど、引き続き、柔軟性を確保する仕組みが必要との意見が多かった。

- このほか、市場機能や流動性の状況を踏まえて、臨時の買入れや残存期間別の買入れ金額の変更を行うことが可能な仕組みを維持することが適当との意見が多く聞かれた。また、市場機能を更に改善させていく観点から、日本銀行の保有比率の高い銘柄について、国債補完供給の減額措置における上限の引き上げや対象銘柄の拡大を検討すべきといった声が聞かれた。

そのうえで、執行部は、こうした国債市場の動向や機能度、および市場参加者の意見などを踏まえると、長期国債買入れの減額計画については、以下の通りとすることが考えられるとの説明を行った。

- 長期金利は金融市場において形成されることが基本であり、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能なかたちで減額していくことが適切である。

- 長期金利が金融市場においてより自由なかたちで形成されるよう、引き続き、減額を進めることが重要である。一方で、国債買入れの減額が進展する中、今後の減額ペースが速すぎると、市場の安定に不測の影響を及ぼす可能性が

ある。

- 両者のバランスを勘案し、国債市場の安定性に配慮したかたちで市場機能の改善を進めていけるよう、８年４月以降、減額ペースを緩和することが適当である。

- こうした観点からは、以下のような制度設計が考えられる。
  - 対象期間は、９年３月までとする。
  - 減額幅・減額ペースは、８年１～３月までは従来の減額計画を維持し、原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額する。８年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、９年１～３月に２兆円程度とする。
  - 残存期間別の買入れ額は、金融市場局が国債市場の動向を踏まえつつ適宜設定する。
  - 長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。
  - ８年６月の会合において、長期国債買入れの減額計画の中間評価を実施する。中間評価では、今回の減額計画を維持することを基本とするが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画を修正する。同時に、９年４月以降の長期国債の買入れ方針を検討し、その結果を示す。
  - 必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直す。
  - 減額計画の決定のほか、国債市場の流動性を改善する観点から、国債補完供給にかかる減額措置の要件緩和の対象銘柄の拡充等を行う。

以上の執行部説明を踏まえ、委員は、長期国債買入れの減額計画について議論した。

委員は、長期金利は金融市場において形成されることが基本であり、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能なかたちで減額していくことが適切であるとの認識で一致した。そ

のうえで、委員は、先行きの予見可能性に配慮する観点から、減額方針を示す期間を８年度末まで１年延長することが適当であるとの認識を共有した。また、柔軟性を確保する観点から、①来年６月の会合において、国債市場の動向や機能度を点検し、新たな減額計画の中間評価を行うこと、②従来同様、長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に買入れ額の増額や指値オペ等を実施し得るとすること、③必要な場合には、金融政策決定会合において減額計画を見直すこともあり得ること、を明らかにすることが適切であるとの認識で一致した。

続いて、委員は、具体的な買入れ額について検討した。まず、多くの委員は、昨年夏の減額開始以降、国債市場の機能度は回復してきているが、なお回復途上であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、長期金利が金融市場においてより自由なかたちで形成されるよう、引き続き、減額を進めていくことが重要であるとの見解で一致した。この点に関し、多くの委員は、国債買入れの減額が進展する中、今後の減額ペースが速すぎると、市場の安定に不測の影響を及ぼす可能性があるため、減額計画の策定においては、市場機能の改善と国債市場の安定のバランスを勘案する必要があるとの認識を共有した。

具体的な長期国債買入れの減額幅・減額ペースについて、委員は、８年３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、従来の減額計画を維持することが適切であるとの見解で一致した。ある委員は、この１年間、現在の減額ペースを変更するほどの問題は生じていないと指摘したうえで、多くの市場参加者も同様の見方であることを踏まえると、従来の計画を維持することが適当であるとの見方を示した。

８年４月以降の取扱いについて、大方の委員は、市場参加者の意見も参考にしつつ、国債市場の安定に配慮したかたちで市場機能の改善を進めていけるよう、減額ペースを緩和し、原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額していくことが適当との認識を示した。ある委員は、日本銀行の国債保有比率はできるだけ速やかに引き下げることが望ましいが、元年に米国が量的引き締め（ＱＴ）を停止せざるを得なくなったように、急ぎすぎても却って調整に時間を要することになりかねないと指摘した。そのうえで、この委員は、日本銀行が国債買入れ額をいったん大きく減らし、その後また増やすことになれば、市場の混乱を招く可能性を不

必要に高めかねないと付け加えた。一人の委員は、わが国経済の弱い回復力や市中の国債保有余力などを踏まえると、リスクマネジメントの観点から減額ペースを緩和することが適切であるとの見解を示した。また、別の一人の委員は、これまで多額の国債を買入れてきた日本銀行が買入れを減額することで、市中への国債供給が増加する点を踏まえれば、今次局面は過去と比べて有数の市中への大量国債供給局面とも考えられるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、市場の不安定化を回避するため、過去の国債供給量も念頭に減額幅を調整し、市場の受容状況を見極めていく必要があると指摘した。ある委員は、金融機関の金利リスクテイク余力などを踏まえると、買入れの減額が進むほど、フローとストックの両面で市場への影響は大きくなると指摘し、こうした点について市場参加者自身の意見が分かれている中にあっては、日本銀行としては、安全のために減額ペースを多少緩和した方が良いのではないか、との見解を示した。また、何人かの委員は、これまでの大規模緩和からの出口を円滑に進めるという視点を持ちながら、市場との丁寧な対話を通じて、無理のないスピードで減額を進めていくことが適当ではないかとの見方を示した。

また、一人の委員は、来年４月以降の減額幅を縮小することが望ましいが、それは金融政策運営スタンスの変化を意味するわけではないと述べたうえで、この点に誤解がないよう適切な情報発信が必要であると指摘した。このほか、別の一人の委員は、減額ペースの緩和は、金利形成を基本的に市場に委ねつつ、急激な金利変動によって経済・物価に悪影響を及ぼすことを避けるための措置であり、財政への配慮ということでは全くない、という点はしっかり説明していく必要があるとの見解を示した。

これらの議論に対し、ある委員は、８年４月以降も、原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額していくことが適切であるとの意見を述べた。その理由として、この委員は、長期金利の形成は市場と市場参加者に委ねるべきであり、可能な限り早く、日本銀行の国債保有残高の水準を正常化することが必要としたうえで、この点は、金融市場のショック吸収力を一刻も早く高める観点からも重要であるとの見解を示した。また、この委員は、金融機関の金利リスクテイク余力の観点からは、国債の発行年限や変動利付債の発行規模が、将来的にどうなるかという点が大事であると指摘したうえで、日本銀行の国債買入れに対する市場の期待を高めるべきではないと述べた。これに加え、この委員は、国債保有残高を早めに減ら

しておくことにより、市場機能に悪影響を与えない範囲で、相応のインパクトがある規模の量的緩和（ＱＥ）を実施し得る余地を確保しておくことも重要であると付け加えた。この委員の意見に関して、一人の委員は、市場の機能度はなお回復途上であるため、買入れ額を可能な限り早めに減らしておくという考えのもと、4,000 億円の減額ペースを維持することにも妥当性はあるとの見解を示したうえで、市場への配慮やタイミングを考えれば、来年３月までは 4,000 億円の減額ペースを維持し、その後に 2,000 億円に緩める案を支持したいと述べた。

この間、複数の委員は、最近の超長期金利の上昇は、基本的には需給のミスマッチによるものであるとの認識を示した。ある委員は、超長期ゾーンのボラティリティ上昇がイールドカーブ全体に波及し、意図せざる引き締め効果が市場全体に及ぶ可能性もあると指摘したうえで、安定した市場のもとで形成されたイールドカーブは重要な金融インフラであるため、当局間で十分に意見交換し、市場の安定に努めていく必要があるとの認識を示した。

このほか、委員は、先行きの目指すべき国債買入れ額などについても議論した。何人かの委員は、市場参加者の中には、国債買入れの着地点は月間１～２兆円とする声が多いと指摘したうえで、最終的な買入れ額を検討するにあたっては、様々な論点があるため、来年６月の中間評価に向けてしっかり考えていきたいと述べた。この点に関連して、一人の委員は、市場の安定性を確保する観点から、ある程度の額の国債買入れは続けていくべきであり、そうした安定性を犠牲にしてまで買入れ額を急いで減らす必要はないとの見方を示した。これに対して、別の一人の委員は、１年後に改めて議論すべきであるが、国債買入れ額はゼロまで段階的に減額していくことが望ましいとの考えを示した。一方、ある委員は、今後、例えば月間の国債買入れ額が１兆円程度にまで減少すれば、日本銀行の国債買入れが市場で話題になることもなくなると思われるため、買入れ額をゼロにすることに強く拘る必要はないのではないか、との見解を示した。このほか、別のある委員は、この１年間を振り返ると、超長期債市場における需給バランス等、市場構造が変化した面もあり、１年後に改めて中間評価を行い、先行きの買入れについて検討する必要があるとの認識を示した。

この間、一人の委員は、今後、国債買入れ額の着地点をどう設定するのかについては、日本銀行のバランスシート縮小の行方と併せて、長期的な視点で検討する

必要があると述べた。別の一人の委員は、現状、超過準備はきわめて潤沢な状況にあるため、国債買入れの減額を粛々と進めて日本銀行のバランスシートを正常化させていくことが必要であると指摘した。ある委員は、将来的に超過準備はある程度減少するにせよ、発行銀行券の残高と合わせると、長期国債を含め、それらに見合う相応の規模の資産が必要になるとの見解を示した。これに対し、別のある委員は、国債の買入れだけではなく、中長期の資金を市場に供給することも検討すべきであると述べた。そのうえで、この委員を含む何人かの委員は、中央銀行のバランスシートは、資産・負債の両面からわが国の金融経済に影響を及ぼし得るため、最適なバランスシートの規模や構成については、今後、多面的に検討していく必要があるとの認識を示した。

（日本銀行のバランスシートのあり方）

７月の会合において、委員は、日本銀行のバランスシートのあり方についても、議論した。ある委員は、短期金利のコントロールに支障をきたさないという観点から、日本銀行当座預金やバランスシート全体の最適な規模や、そこに至る経路などを、他の主要中央銀行の先行例なども参考にしながら、考えていく必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、当座預金に利息を付す現在の仕組みを前提とすれば、将来、当座預金の残高をリーマンショック前のような水準まで戻してしまうと、物価安定に向けた短期金利のコントロールが困難になる可能性があるとの見解を示した。これに関連して、複数の委員は、将来的な課題としつつも、バランスシートの規模だけでなく、保有資産の構成についても考えていく必要があると述べた。そのうえで、一人の委員は、資産の構成を考える際には、なるべく市場に対する影響が中立的なものを保有するという視点が大事になるとの認識を示した。

ハ．ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分

９月の会合において、委員は、日本銀行が保有するＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分についても議論した。

何人かの委員は、本年７月に、金融システムの安定確保のために金融機関から買入れた株式の処分が完了したことを指摘したうえで、このタイミングで、昨年

３月に買入れを終了したＥＴＦおよびＪ-ＲＥＩＴの処分の是非や方法について検討することが適当ではないかと述べた。このうちの一人の委員は、「金融機関から買入れた株式」の処分を無事終了できたことを踏まえ、これと同様の方法で、あまり間を置かずにＥＴＦ等の売却を開始することが望ましいとの見解を示した。別の一人の委員は、金融政策の正常化を量と金利の両面からバランス良く進めるため、今回はバランスシート正常化を優先してもよいとの認識を示したうえで、マイナス金利政策の終了や、国債買入れの減額開始から時間が経ち、ＥＴＦ等の処分にも踏み出すタイミングが来ているように思われると述べた。ある委員は、少なからぬ規模の株式がマーケットに放出され得る状態で存在し続けることは、望ましい状況とはいえず、株式市場に大きな影響を与えない規模での処分を開始することが適当であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、株式市場のリスク・プレミアムは正常化している一方、Ｊ－ＲＥＩＴ市場はリスク・プレミアムが依然として大きいことを踏まえると、売却ペースは相当緩やかにすることが望ましいと述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分について考えられる対応案を説明するよう指示した。

執行部は、まず、ＥＴＦ等の処分に関する基本方針等について、以下のとおり説明した。

- ＥＴＦ等の買入れについて規定した「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」は、その処分を行う場合の基本方針として、①ＥＴＦ等の市場等の情勢を勘案し、適正な対価によること、②日本銀行の損失発生を極力回避すること、③ＥＴＦ等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避することを定めている。

- この間、日本銀行は、金融システムの安定確保のために金融機関から買入れた株式の売却を少しずつ進めてきたが、株式市場に大きな影響を与えることなく、本年７月にすべての株式の処分を完了した。

そのうえで、執行部は、ＥＴＦ等の処分を行う場合には、以下のとおりとすることが考えられるとの説明を行った。

- ＥＴＦ等の処分に関する基本方針に基づき、また、「金融機関から買入れた株式」の処分の経験から得られた知見や、それを踏まえた実務的な検討などを踏まえ、当分の間、以下のとおり、保有するＥＴＦ等の売却を行う。
  - ＥＴＦについては、年間 3,300 億円程度（簿価）のペースで、取引所市場で形成される価格に基づき、市場への売却を行う。
  - Ｊ－ＲＥＩＴについては、年間 50 億円程度（簿価）のペースで、取引所市場で形成される価格に基づき、市場への売却を行う。
  - これらの売却ペースについては、まず、市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避する観点から、ＥＴＦ、Ｊ－ＲＥＩＴともに、時価ベースで、市場全体の売買代金に占める売却額の割合が、「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度（0.05％程度）になるように設定した。そのうえで、本年３月末時点の時価・簿価比率を用いて、簿価ベースの売却額を算出している。
  - 「金融機関から買入れた株式」の売却スキームと同様、市場の状況に応じ、あらかじめ定めた一定の範囲内で、売却額の一時的な調整を行うことができるとするなど、市場の安定に配慮した仕組みを取り入れる。

- ＥＴＦ等の処分開始後、ＥＴＦ等の処分に関する基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、売却ペースを見直すこともあり得る。

- 元年 12 月に導入されたＥＴＦ貸付制度を、その利用状況等に鑑み、停止する。

- 本件について決定された場合には、ＥＴＦ等の処分にかかる受託者（信託銀行）を選定し、そのうえで、所要の準備が整い次第、処分を開始する。

執行部の説明に対し、委員は、執行部の示したＥＴＦ等の処分の案は適当であるとの認識を共有した。

まず、委員は、「金融機関から買入れた株式」の処分が完了し、そこでの経験を

踏まえた実務的な検討にも目途がついたこのタイミングで、ＥＴＦ等の売却の開始を決定することが適当であるとの認識で一致した。具体的なＥＴＦ等の売却ペースについて、委員は、市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避する観点から、本年７月に完了した「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度の規模とし、ＥＴＦは簿価で年間 3,300 億円程度、Ｊ－ＲＥＩＴは簿価で年間 50 億円程度のペースで、取引所市場で形成される価格に基づき売却することが適当であるとの認識で一致した。この前提として、何人かの委員は、市場への影響に配慮する観点からは、執行部の説明のとおり、時価ベースで、「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度となるよう、売却額を定めることが適当であると指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、市場全体の売買代金と時価ベースの売却額の間に概ね比例的な関係があることを踏まえると、今回の売却スキームは、将来にわたり、市場の状況に応じて売却の影響をある程度平準化する仕組みを備えているとの認識を示した。この間、何人かの委員は、市場のリスク・プレミアムに影響を与えるために相応の規模で購入したＥＴＦ等を、市場に影響を与えないように十分緩やかなペースで処分していく以上、処分完了まで長期間かかるのはやむを得ないとの認識を示した。この点に関し、ある委員は、今回の売却ペースについては、単純計算で処分に 100 年以上かかると指摘されるであろうが、それが却って安心材料となり、市場への影響を軽減することに繋がるとの見方を示した。そのうえで、ＥＴＦ等の保有が長期間に及ぶことについて、複数の委員は、コーポレート・ガバナンスへの影響には留意が必要であるが、この点については、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した投資信託委託会社を通じた議決権行使といった措置を講じており、今後とも、こうした取り扱いを通じて適切に対応していくことが重要であるとの認識を示した。

続いて、委員は、ＥＴＦ等の処分に際しては、「金融機関から買入れた株式」の売却スキームと同様、市場の状況に応じ、売却額の一時的な調整や停止を行うことができるとするなど、市場の安定に配慮した柔軟な仕組みを取り入れることが適当であるとの認識で一致した。

このほか、委員は、ＥＴＦ等の処分を開始したあと、処分に関する基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、年間の売却ペースを見直すこともあり得る点について認識を共有した。これに関連して、ある委員は、予見可能性の観点からは、売却ペースの見直しは大きな状況変化があったときに限定

することが望ましく、基本的には、今回決定した方法により淡々と処分していくことが適当であるとの見解を示した。

（５）金融政策手段に係る事項の決定又は変更

７年度上期に実施した金融政策手段に係る事項の決定又は変更は、①「指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針」の制定、②ＥＴＦ貸付制度の停止である。

イ．「指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針」の制定

９月の会合において、指数連動型上場投資信託受益権等の処分を円滑に進める観点から、「指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針」の制定を決定した。

ロ．ＥＴＦ貸付制度の停止

９月の会合において、ＥＴＦ貸付制度の利用状況等に鑑み、「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の一部改正を決定した。

３．金融市場調節の実施状況

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

その結果、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）は、「０．５％程度」とした金融市場調節方針の誘導目標に沿って推移した。また、金融市場調節手段等の残高をみると（図表 37）、長期国債の保有残高は減少し、９月末時点では、555.1 兆円となった。「貸出増加支援資金供給」の残高は減少し、９月末時点では、57.6 兆円となった。「成長基盤強化支援資金供給」の９月末時点の残高は、本則分については 1.3 兆円、米ドル特則分については 40 億米ドルとなった。「気候変動対応オペ」の９月末時点の残高は、17.1 兆円となった。「被災地金融機関支援オペ」の９月末時点の残高は、187 億円となった。「共通担保オペ」の９月末時点の残高は、7.8 兆円となった。

（図表 37）金融市場調節手段等の残高

（兆円）

	６年９月末	７年３月末	７年９月末
（１）資金供給			
長期国債	583.0	574.2	555.1
ＣＰ等	1.9	1.0	0.4
社債等	5.5	4.9	3.5
ＥＴＦ	37.2	37.2	37.2
Ｊ－ＲＥＩＴ	0.7	0.7	0.7
国庫短期証券買入オペ	0.5	0.0	0.0
共通担保オペ	16.9	7.8	7.8
国債買現先オペ	0.0	0.0	0.0
ＣＰ買現先オペ	0.0	0.0	0.0
被災地金融機関支援オペ	0.1	0.1	0.0
気候変動対応オペ	12.0	14.2	17.1
成長基盤強化支援資金供給（円貨）	2.6	1.7	1.3
成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則）	1.2	0.9	0.4
貸出増加支援資金供給	78.4	73.0	57.6
米ドル資金供給オペ	0.0	0.0	0.0
補完貸付	0.0	0.0	0.0
（２）資金吸収・その他			
資金吸収			
国庫短期証券売却オペ	0.0	0.0	0.0
国債売現先オペ	0.0	0.0	0.0
手形売出オペ	0.0	0.0	0.0
その他			
国債補完供給	1.5	0.9	0.2
米ドルオペ用担保国債供給	0.0	0.0	0.0
（参考）マネタリーベース	673.5	653.8	623.3

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

４．日本銀行のバランスシートの動き

令和７年９月末における日本銀行のバランスシートの規模を総資産残高でみると、695.8 兆円（前年比－7.6%）となった（図表 38）。

資産をみると、長期国債は、555.1 兆円（前年比－4.8%）となった。貸付金は、貸出支援基金による貸付け等を通じた資金供給の減少により、83.8 兆円（前年比－23.8%）となった。一方、負債をみると、当座預金は、502.1 兆円（前年比－8.6%）となった。また、発行銀行券、政府預金は、それぞれ 116.6 兆円（前年比－2.3%）、2.4 兆円（前年比－33.4%）となった。

（図表 38）日本銀行のバランスシートの動き（主な資産・負債項目）

―― 兆円、かっこ内は前年比%

	６年９月末		７年３月末		７年９月末	
（資産）						
国債	585.5	(-0.2)	575.9	(-2.3)	556.8	(-4.9)
［うち長期国債］	583.0	(-0.3)	574.2	(-1.9)	555.1	(-4.8)
［うち短期国債］	2.5	(8.6)	1.7	(-57.9)	1.7	(-30.7)
コマーシャル・ペーパー等	1.9	(-15.7)	1.0	(-52.9)	0.4	(-79.2)
社債	5.5	(-18.3)	4.9	(-20.1)	3.5	(-36.5)
金銭の信託（信託財産株式）	0.1	(-56.4)	0.0	(-78.4)	0.0	(皆減)
同（信託財産指数連動型上場投資信託）	37.2	(0.2)	37.2	(-0.0)	37.2	(0.0)
同（信託財産不動産投資信託）	0.7	(-1.3)	0.7	(-0.0)	0.7	(1.3)
貸付金（注１）	109.9	(15.1)	96.8	(-10.3)	83.8	(-23.8)
外国為替（注２）	10.6	(2.5)	11.2	(4.2)	11.4	(7.6)
資産計	753.3	(1.6)	729.8	(-3.5)	695.8	(-7.6)
（負債・純資産）						
発行銀行券	119.3	(-1.1)	118.7	(-1.8)	116.6	(-2.3)
当座預金	549.4	(0.4)	530.4	(-5.5)	502.1	(-8.6)
政府預金	3.6	(-76.5)	3.9	(-74.9)	2.4	(-33.4)
売現先勘定	21.3	(4.4 倍)	12.8	(3.0 倍)	10.9	(-49.0)
負債・純資産計	753.3	(1.6)	729.8	(-3.5)	695.8	(-7.6)

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

（注２）成長基盤強化支援資金供給（米ドル特則分）を含む。

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

Ⅲ．金融政策決定会合における決定の内容

１．金融政策運営に関する決定事項等

（令和７年５月１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５月１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。

別　紙

２０２５年５月１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、０．５％程度で推移するよう促す。

以　　上

（７年５月１日決定）

「経済・物価情勢の展望（2025 年４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。

別　紙
２０２５ 年５月１日
日　　本　　銀　　行

経済・物価情勢の展望（2025 年４月）

【基本的見解】 [1]

＜概要＞

- 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2025 年度に２％台前半となったあと、2026 年度は１％台後半、2027 年度は２％程度となると予想される。これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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。
- 2026 年度までの見通しを前回の見通しと比べると、成長率については、2024 年度は幾分上振れているが、2025 年度と 2026 年度は、各国の通商政策等の影響を受けて、下振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2025 年度と 2026 年度は、原油価格の下落や今後の成長ペース下振れの影響などから、下振れている。
- リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについても、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きい。

[1] 本基本的見解は、４月 30 日、５月１日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

１．わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は改善傾向にあり、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。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは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。

２．わが国の経済・物価の中心的な見通し[2, 3]

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

すなわち、輸出や生産は、海外経済の減速を背景に、弱めの動きになると見込まれる。こうした動きを受けて、企業収益も、高水準ながらも減少するとみられる。こうしたもと、設備投資は、緩和的な金融環境が下支え要因として作

[2] 各国の通商政策等の今後の展開やその内外経済・物価に及ぼす影響については、不確実性がきわめて高い状態にある。今回の展望レポートの中心的な見通しは、今後、各国間の交渉がある程度進展するほか、グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを前提に作成している。なお、今後の各国の政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第で、経済・物価の見通しが大きく変化しうる点には注意が必要である。

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

用するなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。雇用・所得環境をみると、経済の成長テンポは鈍化する中にあっても、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとで、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたもと、名目賃金は、当面は本年の春季労使交渉の結果等を踏まえて高い伸び率が続くと見込まれるほか、その後も、企業収益減少の影響を受けて伸び率を幾分鈍化させつつも、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、当面は物価上昇の影響を受けつつも、雇用者所得の増加が続くことなどから、緩やかな増加基調を維持するとみられる。政府によるガソリン代の負担緩和策や 2025 年度から実施される税制改正なども、個人消費を下支えすると考えられる。この間、公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。

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

2026年度までの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 年度は、個人消費を中心に幾分上振れているが、2025 年度と 2026 年度は、各国の通商政策等の影響を受けて、下振れている。

この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる[4]。

[4] 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。

（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、2025 年度に２％台前半となったあと、2026 年度は１％台後半、2027 年度は２％程度となると予想される。これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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。

2026年度までの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 年度と 2026 年度は、原油価格の下落や今後の成長ペース下振れの影響などから、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、概ね横ばいで推移していく前提としている。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペース鈍化などの影響から、いったん２％を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで、２％程度で推移すると考えている。

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

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見

込まれるものの、成長ペースの鈍化などの影響を受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

３．経済・物価のリスク要因

（１）経済のリスク要因

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

第１に、各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向である。最近打ち出された各国の通商政策は、様々な経路を介して内外経済を下押しする方向に作用すると考えられる。広範な関税の導入はグローバルな貿易活動に影響を及ぼすとみられるほか、関税を含む政策の不確実性の高まりが、各国の企業や家計のコンフィデンスや国際金融資本市場に大きな影響を及ぼすと考えられる。これらの政策が内外経済に及ぼす影響やその程度については、今後の政策の帰趨にも大きく依存するため、その動向を十分に注視していく必要がある。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。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、政策効果も含めて、先行きの成長ペースを巡る不確実性は引き続き高いほか、通商政策の影響も相俟って、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。

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

方、輸入物価が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第３に、やや長い目で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、最近打ち出された各国の通商政策はグローバル化の潮流に変化を及ぼしていく可能性があり、今後の各国の政策の展開次第では、そうした変化が急速に進むことも考えられる。

（２）物価のリスク要因

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

第１に、企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、成長ペースが鈍化するもとでも、こうした傾向は維持されると想定している。もっとも、今後の各国の通商政策等を巡り不透明感が高い状況が続くことがあれば、コスト削減に注力する傾向が強まる可能性がある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まるもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性もある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、それ自体は天候要因等を背景とするものだとしても、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要である。

第２に、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およ

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

４．金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、２つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する[5]。

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、2025 年度に２％台前半となったあと、2026 年度は１％台後半、2027 年度は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、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

次に、第２の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては様々なものがあるが、とくに各国の通商政策等の今後の展開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はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについても、2025 年度と 2026 年度は下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、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

[5] 「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。

体として相応の頑健性を有している。そのうえで、各国の通商政策等を巡る不確実性がきわめて高いことを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある[6]。

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

以　　上

[6] 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2025 年４月）を参照。

（参考）

2024～2027 年度の政策委員の大勢見通し

――対前年度比、％。なお、＜　＞内は政策委員見通しの中央値。

	実質ＧＤＰ	消費者物価指数 （除く生鮮食品）	（参考） 消費者物価指数 （除く生鮮食品・エネルギー）
2024 年度	＋0.7 ～ ＋0.7 ＜＋0.7＞	＋2.7	＋2.3
1月時点の見通し	＋0.4 ～ ＋0.6 ＜＋0.5＞	＋2.6 ～ ＋2.8 ＜＋2.7＞	＋2.1 ～ ＋2.3 ＜＋2.2＞
2025 年度	＋0.4 ～ ＋0.6 ＜＋0.5＞	＋2.0 ～ ＋2.3 ＜＋2.2＞	＋2.2 ～ ＋2.4 ＜＋2.3＞
1月時点の見通し	＋0.9 ～ ＋1.1 ＜＋1.1＞	＋2.2 ～ ＋2.6 ＜＋2.4＞	＋2.0 ～ ＋2.3 ＜＋2.1＞
2026 年度	＋0.6 ～ ＋0.8 ＜＋0.7＞	＋1.6 ～ ＋1.8 ＜＋1.7＞	＋1.7 ～ ＋2.0 ＜＋1.8＞
1月時点の見通し	＋0.8 ～ ＋1.0 ＜＋1.0＞	＋1.8 ～ ＋2.1 ＜＋2.0＞	＋1.9 ～ ＋2.2 ＜＋2.1＞
2027 年度	＋0.8 ～ ＋1.0 ＜＋1.0＞	＋1.8 ～ ＋2.0 ＜＋1.9＞	＋1.9 ～ ＋2.1 ＜＋2.0＞

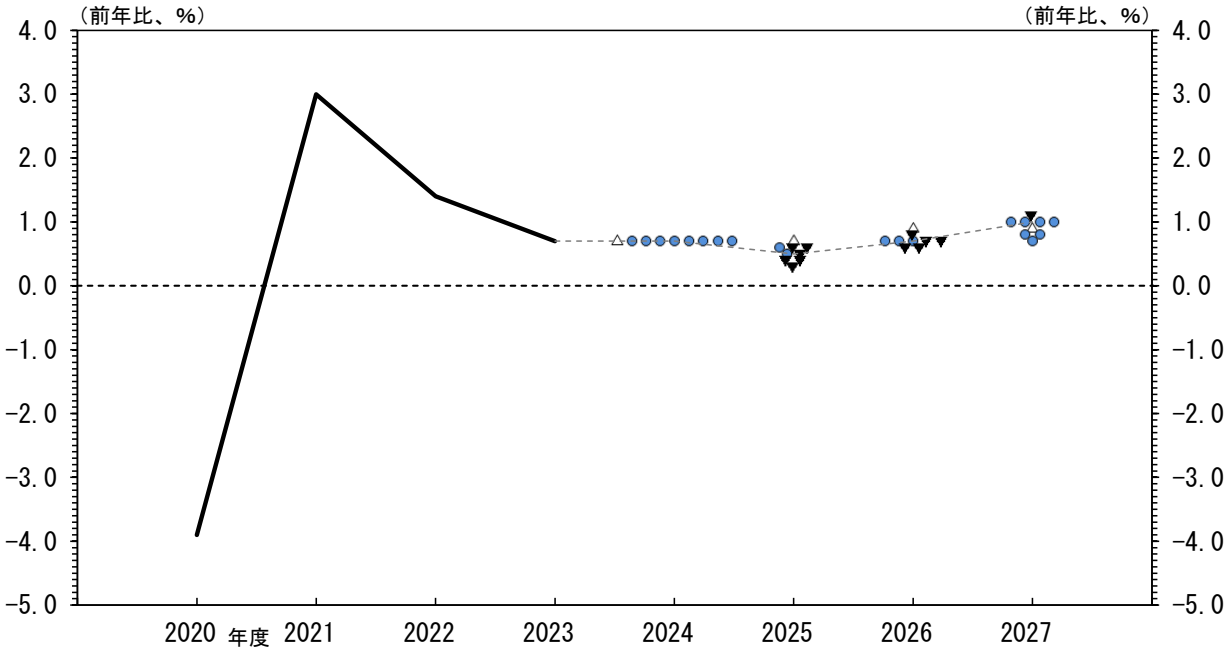
（注１）「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を１個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

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

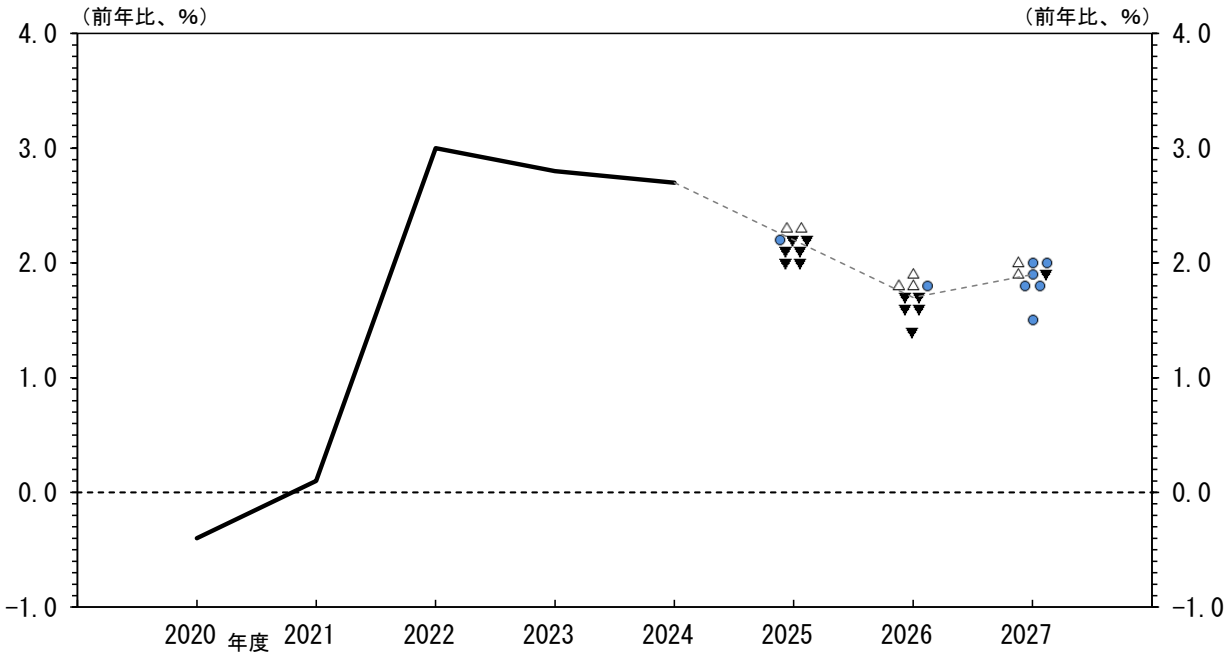
（注３）2024 年度の消費者物価指数は、実績値。

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６月17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６月 17 日決定）

長 期 国 債 買 入 れ の 減 額 計 画 の 決 定 に 関 す る 件

（案　件）

2027 年３月までの長期国債の買入れについて、下記のとおりとすること。

記

１．月間の長期国債の買入れ予定額を、2026 年１～３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、2026 年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、2027 年１～３月に２兆円程度とする（詳細は、別添）。

２．2026 年６月の金融政策決定会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、2027 年４月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。

３．長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

４．なお、必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直すこともありうる。

（別添）

月間の長期国債の買入れ予定額

	月間の長期国債の買入れ予定額
2025年４～６月	4.1 兆円程度
2025年７～９月	3.7 兆円程度
2025年10～12月	3.3 兆円程度
2026年１～３月	2.9 兆円程度
2026年４～６月	2.7 兆円程度
2026年７～９月	2.5 兆円程度
2026年10～12月	2.3 兆円程度
2027年１～３月	2.1 兆円程度

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

（７年６月17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。

別　紙

２０２５年６月１７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．長期国債買入れの減額について、月間の長期国債の買入れ予定額を、2026 年１～３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、2026 年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、2027 年１～３月に２兆円程度とする計画を決定した[1]（別紙参照）（賛成８反対１）(注)。

３．わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益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。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％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。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）については、これまで物価上昇率を押

[1] この決定のほか、国債市場の流動性を改善する観点から、国債補完供給にかかる減額措置の要件緩和の対象銘柄の拡充等を行う。

し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

以　上

(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、中村委員、野口委員、中川委員、高田委員、小枝委員。反対：田村委員。田村委員は、長期金利の形成は市場と市場参加者に委ねるべきであるとして、2027 年１～３月まで月間の買入れ予定額を原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額する議案を提出し、反対多数で否決された。

（別　紙）

長期国債買入れの減額計画について

長期金利は金融市場において形成されることが基本であり、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額していくことが適切である。こうした観点から、2027 年３月までの長期国債の買入れは、以下のとおり運営する。

１．月間の長期国債の買入れ予定額を、2026 年１～３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、2026 年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、2027 年１～３月に２兆円程度とする（詳細は、別添）。

２．2026 年６月の金融政策決定会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、2027 年４月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。

３．長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

４．なお、必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直すこともありうる。

以　　上

（別　添）

月間の長期国債の買入れ予定額

	月間の長期国債の買入れ予定額
2025 年４～６月	4.1 兆円程度
2025 年７～９月	3.7 兆円程度
2025 年 10～12 月	3.3 兆円程度
2026 年１～３月	2.9 兆円程度
2026 年４～６月	2.7 兆円程度
2026 年７～９月	2.5 兆円程度
2026 年 10～12 月	2.3 兆円程度
2027 年１～３月	2.1 兆円程度

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

（７年７月 31 日承認）

２０２６年の金融政策決定会合の開催予定日に関する件

（案　件）

2026 年の金融政策決定会合の開催予定日を、別紙のとおりとすること。

別　紙

2026年の金融政策決定会合の開催予定日

会合開催日
1月22日(木)・23日(金)
3月18日(水)・19日(木)
4月27日(月)・28日(火)
6月15日(月)・16日(火)
7月30日(木)・31日(金)
9月17日(木)・18日(金)
10月29日(木)・30日(金)
12月17日(木)・18日(金)

（７年７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、０．５％程度で推移するよう促す。

（７年７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。

別　紙

２０２５年７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、０．５％程度で推移するよう促す。

以　　上

（７年７月 31 日決定）

「経済・物価情勢の展望（2025 年７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。

別　紙
2025 年 7 月 31 日
日　本　銀　行

経済・物価情勢の展望（2025 年7月）

【基本的見解】 [1]

＜概要＞

- 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2025 年度に2％台後半となったあと、2026 年度は1％台後半、2027 年度は2％程度となると予想される。このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2025 年度は、食料品価格上昇の影響を主因に上振れているが、2026 年度と 2027 年度は概ね不変である。
- リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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は高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。

[1] 本基本的見解は、7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、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は改善傾向にあり、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。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは３％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。

２．わが国の経済・物価の中心的な見通し[2, 3]

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

すなわち、輸出や生産は、海外経済の減速を背景に、弱めの動きになると見込まれる。こうした動きを受けて、企業収益も、高水準ながらも減少するとみられる。こうしたもと、設備投資は、緩和的な金融環境が下支え要因として作

[2] 通商政策等に関しては、日米間の交渉が合意に至るなど、前向きな動きがみられている。もっとも、各国間の交渉や通商政策等の内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性は、高い状況が続いている。今回の展望レポートの中心的な見通しは、これまでの各国間の交渉状況を踏まえているほか、今後、グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを前提に作成している。なお、今後の各国の政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第で、経済・物価の見通しが大きく変化しうる点には注意が必要である。

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

用するなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靭化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。雇用・所得環境をみると、経済の成長テンポは鈍化する中にあっても、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとで、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたもと、名目賃金は、当面は本年の春季労使交渉の結果等を踏まえて高い伸び率が続くと見込まれるほか、その後も、企業収益減少の影響を受けて伸び率を幾分鈍化させつつも、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、物価上昇の影響で、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や 2025 年度から実施される税制改正なども、個人消費を下支えすると考えられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。

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

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる[4]。

（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、2025 年度に２％台後半となった

[4] 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。

あと、2026 年度は１％台後半、2027 年度は２％程度となると予想される。このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むことが見込まれる。もっとも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率は徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

こうした見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2025 年度は、食料品価格上昇の影響を主因に上振れているが、2026 年度と 2027 年度は概ね不変である。

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

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

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

もとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

３．経済・物価のリスク要因

（１）経済のリスク要因

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

第１に、各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向である。通商政策等に関しては、日米間の交渉が合意に至るなど、前向きな動きがみられている。もっとも、各国間の交渉や通商政策等の内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性は、高い状況が続いている。これまで打ち出された各国の通商政策は、様々な経路を介して内外経済を下押しする方向に作用すると考えられる。広範な関税の導入はグローバルな貿易活動に影響を及ぼすとみられるほか、関税を含む政策の不確実性の高まりが、各国の企業や家計のコンフィデンスや国際金融資本市場に大きな影響を及ぼすと考えられる。これらの政策が内外経済に及ぼす影響やその程度については、今後の政策の帰趨にも大きく依存するため、その動向を十分に注視していく必要がある。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。中国経済についても、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性は引き続き高いほか、通商政策の影響も相俟って、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。このほか、最近の米国や欧州等における財政拡張的な動きなどが、世界経済を押し上げる可能性にも留意する必要がある。

第２に、輸入物価の動向である。上記の各国の通商政策等の影響を受けて、グローバルに物流の混乱が生じたり、サプライチェーンの再構築などが進み、そのコストが嵩んだりするようなことがあれば、輸入物価が上昇し、国内需要を下押しする可能性がある。また、資源・穀物価格については、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不

確実性もきわめて高い。また、輸入物価が大幅に上昇することがあれば、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一方、輸入物価が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第３に、やや長い目で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、これまで打ち出された各国の通商政策はグローバル化の潮流に変化を及ぼしていく可能性があり、今後の各国の政策の展開次第では、そうした変化が急速に進むことも考えられる。

（２）物価のリスク要因

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

第１に、企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、成長ペースが鈍化し、物価に対する下押し圧力として作用するもとでも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持されると想定している。もっとも、今後の各国の通商政策等を巡り不透明感が高い状況が続くことがあれば、コスト削減に注力する傾向が強まる可能性がある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まるもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性もある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価とも上振れていくことも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、天候要因等の影響が大きく、消費者物価の押し上げ寄与は次第に縮小していくと想定している。もっとも、

最近の価格上昇には、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響しており、企業の賃金・価格設定行動次第では、価格上昇が想定以上に長引く可能性もある。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化した場合には、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要である。

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

４．金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、２つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する[5]。

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、2025 年度に２％台後半となったあと、2026 年度は１％台後半、2027 年度は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、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

次に、第２の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては様々なものがあるが、とくに各国の通商政策等の今後の展開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は高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きい。

[5] 「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。

物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。

金融面のリスクについてみると、不動産価格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。そのうえで、各国の通商政策等を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある。

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

以　　上

（参考）

2025～2027 年度の政策委員の大勢見通し

――対前年度比、％。なお、＜　＞内は政策委員見通しの中央値。

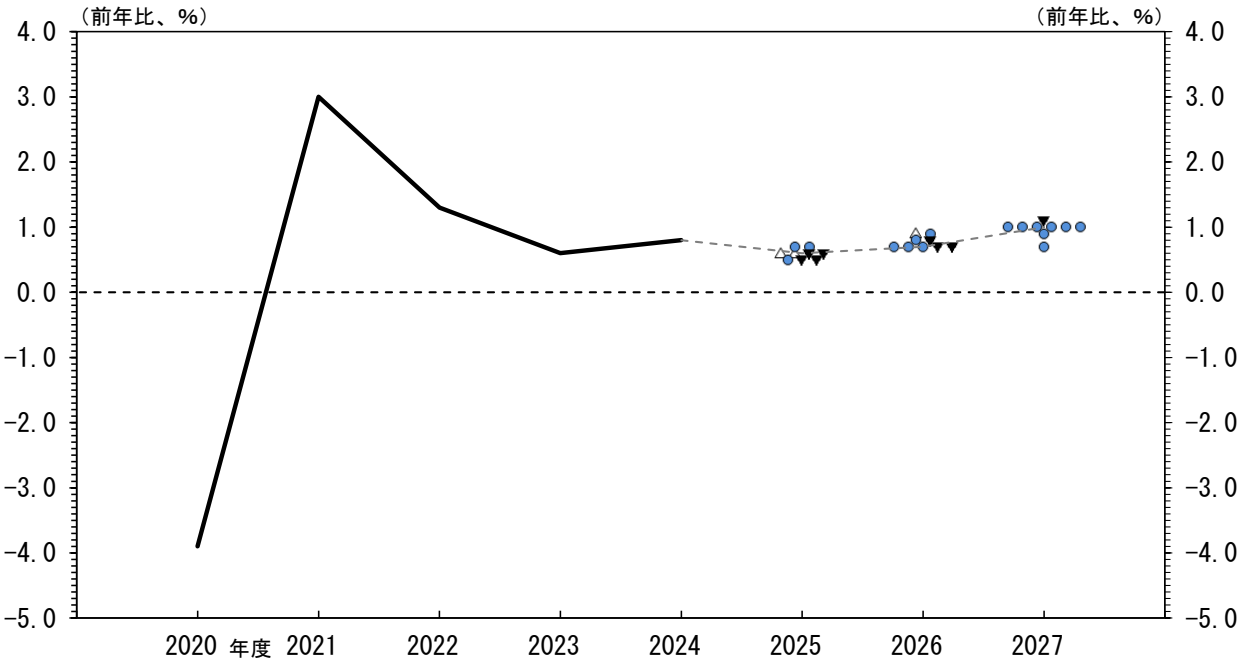
	実質ＧＤＰ	消費者物価指数（除く生鮮食品）	（参考）消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）
2025 年度	＋0.5 ～ ＋0.7 ＜＋0.6＞	＋2.7 ～ ＋2.8 ＜＋2.7＞	＋2.8 ～ ＋3.0 ＜＋2.8＞
4月時点の見通し	＋0.4 ～ ＋0.6 ＜＋0.5＞	＋2.0 ～ ＋2.3 ＜＋2.2＞	＋2.2 ～ ＋2.4 ＜＋2.3＞
2026 年度	＋0.7 ～ ＋0.9 ＜＋0.7＞	＋1.6 ～ ＋2.0 ＜＋1.8＞	＋1.7 ～ ＋2.1 ＜＋1.9＞
4月時点の見通し	＋0.6 ～ ＋0.8 ＜＋0.7＞	＋1.6 ～ ＋1.8 ＜＋1.7＞	＋1.7 ～ ＋2.0 ＜＋1.8＞
2027 年度	＋0.9 ～ ＋1.0 ＜＋1.0＞	＋1.8 ～ ＋2.0 ＜＋2.0＞	＋2.0 ～ ＋2.1 ＜＋2.0＞
4月時点の見通し	＋0.8 ～ ＋1.0 ＜＋1.0＞	＋1.8 ～ ＋2.0 ＜＋1.9＞	＋1.9 ～ ＋2.1 ＜＋2.0＞

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

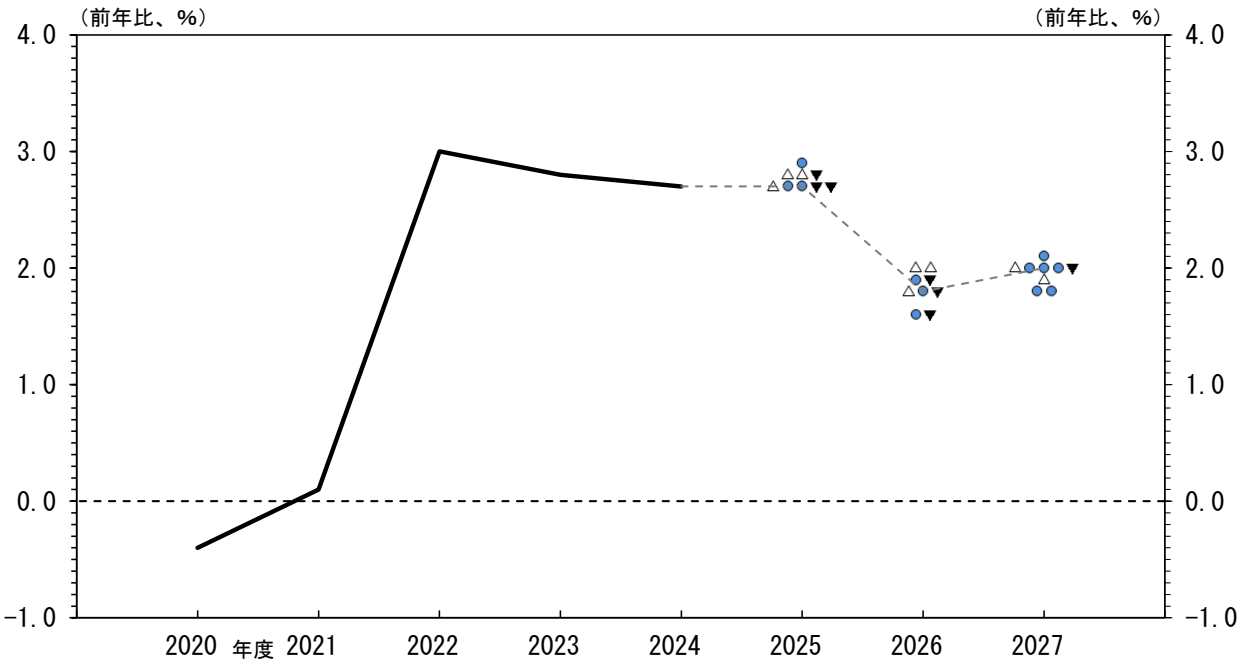
（注２）各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

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９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９月 19 日決定）

指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針の制定に関する件

（案　件）

指数連動型上場投資信託受益権等の処分を円滑に進める観点から、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」（平成２５年４月４日付政委第４７号別紙３．）８．（３）に定める指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針を別紙．のとおり制定すること。

別紙.

指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」（平成２５年４月４日付政委第４７号別紙３．）８．（３）に定める指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針については、以下のとおりとする。

１．処分の枠組み

指数連動型上場投資信託受益権および不動産投資法人投資口（以下「指数連動型上場投資信託受益権等」という。）の処分は、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却により行う。

２．売却方法

（１）指数連動型上場投資信託受益権等の売却ペース等については、次のとおりとする。

イ、指数連動型上場投資信託受益権については、売却時期の分散に配慮しつつ、年間 3,300 億円程度（簿価ベース）のペースで売却する。

ロ、不動産投資法人投資口については、売却時期の分散に配慮しつつ、年間 50 億円程度（簿価ベース）のペースで売却する。

ハ、イ、またはロ、の売却ペースのもとで、保有する指数連動型上場投資信託受益権等の各銘柄を、その保有割合に概ね比例的なかたちで売却する。ただし、不動産投資法人投資口の毎営業日における銘柄毎の売却口数については、各銘柄の市場流動性を考慮して上限を設定する。

（２）受託者は、（１）に定める売却ペース等のもとで、指数連動型上場投資信託受益権等の市場等の状況に応じ、日本銀行との間であらかじめ定

めた一定の範囲内で売却額の一時的な調整を行うことができる。特に、指数連動型上場投資信託受益権等にかかる価格指数が著しく下落した場合には、売却の一時停止を行うことができる。

（附則）

この指針は、総裁が別に定める日から実施する。

（７年９月19日決定）

「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の
一部改正に関する件

（案　件）

指数連動型上場投資信託受益権の貸付制度の利用状況等に鑑み、「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」（令和元年１２月１９日付政委第６６号別紙１．）を別紙．のとおり一部改正すること。

別紙.

「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」中一部改正

○　附則を横線のとおり改める。

（附則）

１．この特則は、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等実施要綱」（平成２２年１０月２８日付政委第９２号別紙９．の別紙および同別紙１０．の別紙）の一部変更に関する日本銀行法（平成９年法律第８９号）第４３条第１項ただし書きおよび同法第６１条の２の規定に基づく財務大臣および金融庁長官の認可を受けることを条件として、当該認可を受けた日以後の総裁が別に定める日から実施する。

２．令和７年９月２２日以降、この特則に基づく貸付け（同年９月１９日までに貸付けにかかる入札の応募を受け付けたものを除く）を行わないこととする。

（附則）

この一部改正は、本日から実施する。

（７年９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。

別　紙

２０２５年９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７反対２）(注)。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す。

２．日本銀行が保有するＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴについて、市場に攪乱的な影響を与えることを回避する等の基本方針を踏まえ、「金融機関から買入れた株式」の売却[1]と同程度の規模で、市場への売却を行うことを決定した[2]（全員一致）（別紙参照）。

３．わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは２％台後半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

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

---

[1] 日本銀行は、2002 年から 2004 年および 2009 年から 2010 年にかけて、金融システム全体の安定性を確保するため、金融機関からの株式買入れを実施した。その後、一定のペースで当該株式の売却を進め、本年７月にその処分を完了した。

[2] このほか、2019 年 12 月に導入されたＥＴＦ貸付制度を、その利用状況等に鑑み、停止することとした。

ついては、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）については、このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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は高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

以　上

(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員。反対：高田委員、田村委員。高田委員は、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたとして、田村委員は、物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるためとして、無担保コールレート（オーバーナイト物）を０．７５％程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

（別　紙）

ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分について

日本銀行は、2024 年３月の政策委員会・金融政策決定会合において、２％の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、金融政策の枠組みの見直しを行った。その際、ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴ（以下、「ＥＴＦ等」）については、新規の買入れを終了することを決定し、その後、保有するＥＴＦ等の処分のあり方について検討してきた。

ＥＴＦ等の買入れについて規定した「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」は、その処分を行う場合の基本方針として、（１）ＥＴＦ等の市場等の情勢を勘案し、適正な対価によること、（２）日本銀行の損失発生を極力回避すること、（３）ＥＴＦ等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避することを定めている。

日本銀行は、こうした基本方針にもとづき、また、これまで「金融機関から買入れた株式」の売却を円滑に進めてきた経験を踏まえて、当分の間、以下のとおり、当該売却と同程度の規模（市場全体の売買代金に占める売却割合は 0.05%程度）で、保有するＥＴＦ等の売却を行うこととした。

１．ＥＴＦについては、年間 3,300 億円程度[3]のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。

２．Ｊ－ＲＥＩＴについては、年間 50 億円程度[4]のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。

３．ＥＴＦ、Ｊ－ＲＥＩＴともに、上記の売却ペースのもとで、時期の分散に配慮しつつ、各銘柄の保有割合におおむね比例的なかたちで売却する。

日本銀行では、今後、ＥＴＦ等の処分にかかる受託者を選定したうえで、所要の準備が整い次第、処分を開始する予定である（「処分の指針」は別添）。

なお、ＥＴＦ等の処分を開始した後、上記の基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、売却ペースを見直すこともありうる。

以　　上

[3] 簿価ベース。2025 年３月末時点の時価に換算すると 6,200 億円程度であり、金融機関から買入れた株式の処分ペースとおおむね同額となる（東証プライム市場全体の売買代金に占める売却額の割合は 0.05%程度）。

[4] 簿価ベース。2025 年３月末時点の時価に換算すると 55 億円程度（東証ＲＥＩＴ市場全体の売買代金に占める売却額の割合は 0.05%程度）。

（別　添）

指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」（平成２５年４月４日付政委第４７号別紙３．）８．（３）に定める指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針については、以下のとおりとする。

１．処分の枠組み

指数連動型上場投資信託受益権および不動産投資法人投資口（以下「指数連動型上場投資信託受益権等」という。）の処分は、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却により行う。

２．売却方法

（１）指数連動型上場投資信託受益権等の売却ペース等については、次のとおりとする。

イ、指数連動型上場投資信託受益権については、売却時期の分散に配慮しつつ、年間 3,300 億円程度（簿価ベース）のペースで売却する。

ロ、不動産投資法人投資口については、売却時期の分散に配慮しつつ、年間 50 億円程度（簿価ベース）のペースで売却する。

ハ、イ、またはロ、の売却ペースのもとで、保有する指数連動型上場投資信託受益権等の各銘柄を、その保有割合に概ね比例的なかたちで売却する。ただし、不動産投資法人投資口の毎営業日における銘柄毎の売却口数については、各銘柄の市場流動性を考慮して上限を設定する。

（２）受託者は、（１）に定める売却ペース等のもとで、指数連動型上場投資信託受益権等の市場等の状況に応じ、日本銀行との間であらかじめ定めた一定の範囲内で売却額の一時的な調整を行うことができる。特に、指数連動型上場投資信託受益権等にかかる価格指数が著しく下落した場合には、売却の一

時停止を行うことができる。

（附則）

この指針は、総裁が別に定める日から実施する。

２．金融政策決定会合議事要旨
（令和７年４月30、５月１日開催分）

（開催要領）

１．開催日時：2025 年 4 月 30 日（14:00～15:55）
5 月 1 日（ 9:00～11:55）

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	（　〃　）
	中村豊明	（審議委員）
	野口　旭	（　〃　）
	中川順子	（　〃　）
	高田　創	（　〃　）
	田村直樹	（　〃　）
	小枝淳子	（　〃　）

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（4 月 30 日）
	斎藤洋明	財務副大臣（5 月 1 日）
内閣府	林　幸宏	内閣府審議官（4 月 30 日）
	瀬戸隆一	内閣府副大臣（5 月 1 日）

（執行部からの報告者）

理事	清水誠一
理事	神山一成
理事	諏訪園健司
理事	中村康治
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	川本卓司
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田　健

（事務局）

政策委員会室長	福田英司
政策委員会室企画役	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	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（３月 18、19 日）で決定された金融市場調節方針(注)に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.476～0.477％のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2025 年３月は月間 4.5 兆円程度の買入れを行った。2025 年４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 4.1 兆円程度の買入れを行った。

２．金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは 0.5％程度で推移した。ＧＣレポレートは、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、小幅に上昇した。

わが国の株価（ＴＯＰＩＸ）は、米国株価に連れつつ、為替円高もあって、下落した。長期金利（10 年物国債金利）は、米国長期金利に連れて上下しつつも、期間を通じてみれば、先行きの金融政策運営に対する市場の見方の変化などを背景に、低下した。国債市場の流動性指標をみると、取引高は昨年と比べて高めの水準で推移しているが、ビッド・アスク・スプレッドは、４月入り後、国債市場のボラティリティが上昇するもとで、悪化した。為替相場をみると、円の対ドル相場は、リスクオフ地合いでの円買いの動きが広がる中、米国の景気減速懸念などを意識したドル売りもあって、円高方向の動きとなった。対ユーロ相場は、横ばい圏内となった。

３．海外金融経済情勢

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長している。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、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかに成長していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国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、４月初に、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高まり、市場センチメントが大きく悪化した。その後、各国間の一部関税の適用延期等を受けて、市場センチメントの一段の悪化は避けられたものの、足もとでも振れの大きな展開が続いている。米国の長期金利は、４月初にかけていったんは低下したが、その後大きく上昇し、期間を通じてみれば小幅の上昇となった。欧州の長期金利は、ＥＣＢによる利下げ織り込みの進展等から、大幅に低下した。米欧の株価は、４月初に大幅下落し、その後反発したものの、期間を通じてみても下落となった。この間、新興国通貨は、各国の通商政策を巡る投資家のリスク回避姿勢が強まる中、いったんは大きく下落したが、その後は下落幅を縮小した。原油価格は、各国の通商政策等の影響を受けた需要減少が懸念されて、下落した。

４．国内金融経済情勢

（１）実体経済

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

輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動が生じるとみられるが、基調としては、海外経済減速による下押し圧力が強まっ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、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資が一定の下支えとなるものの、収益環境の悪化や不確実性の高まりが下押し要因となり、増勢が鈍化していく可能性が高い。

個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみら

れるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、１～２月の 10～12 月対比は、サービス消費の増加に支えられて、若干増加している。企業からの聞き取り調査や業界統計、高頻度データに基づくと、３月以降の個人消費も、消費者の節約志向の強さを指摘する声は引き続き聞かれるものの、サービスを中心に緩やかな増加基調にあるとみられる。消費者マインドは、米や生鮮食品などの食料品価格の上昇を主因に悪化傾向が続いている。なお、こうした消費者マインドに関する直近のデータには、４月２日の米国による相互関税公表以降の金融市場のボラティリティの高まりは織り込まれていない点には留意が必要である。先行きの個人消費は、当面、食料品価格上昇に伴う消費者マインド悪化の影響が残るものの、春季労使交渉を反映した賃上げの動きが続くもとで、緩やかな増加基調を維持すると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は正規雇用を中心に着実な増加を続けている。一人当たり名目賃金は、はっきりと増加している。先行きの雇用者所得は、本年の春季労使交渉を反映した名目賃金の上昇に支えられて、当面、はっきりとした増加を続けると考えられる。その後は、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力が強まるのに伴い、雇用者所得の増加ペースは鈍化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況は、先行きの海外経済減速への警戒感から、総じてみれば下落基調にある。国内企業物価（夏季電力料金調整後）の３か月前比は、このところ０％台後半から１％程度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ており、このところ３％台前半のプラスで推移している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは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。先行きの消費者物価についてみると、当面、米などの食料品価格上昇や政府によるエネルギー代の負担緩和策の反動が押し上げ方向で作用することから、現状程度の上昇率で推移するとみられる。その後は、食料品価格上昇の影響が一巡するもとで、エネルギー価格による振れを伴いつつも、本年末頃にかけてプラス幅を縮小していくと予想される。

（２）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。なお、現時点では、各国の通商政策等を巡る不確実性の高まりを背景に企業が手元資金を積み増す動きは、限定的となっている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。ＣＰ市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、４月入り後に、市場のボラティリティ上昇などを受けて、一部で発行スプレッドの拡大や起債延期などの動きがみられているものの、総じてみれば良好な発行環境を維持している。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。ＣＰ・社債計の発行残高の前年比は、４％台後半となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増勢が鈍化している。

この間、マネーストックの前年比は、０％台後半となっている。

（３）金融システム

わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。

大手行の収益は、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みられない。ただし、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。また、各国の通商政策等を巡る不確実性がきわめて高いことを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある。

Ⅱ．金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

１．経済・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、委員は、①４月初に、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高まり、市場センチメントが大きく悪化した、②その後、各国間の一部関税の適用延期等を受けて、市場センチメントの一段の悪化は避けられたものの、足もとでも振れの大きな展開が続いている、との見方を共有した。ある委員は、米国の金融市場では、一時、株安、長期金利上昇、ドル安の動きがみられたが、今のところ、顕著な換金売り（dash for cash）の動きはみられないと指摘した。そのうえで、この委員は、今後、急激に市場が不安定化することがないか、変化の兆候を掴みにくいノンバンク金融仲介機関（ＮＢＦＩ）の動向などを注視する必要があるとの見解を示した。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。ある委員は、最近の関税政策の影響は、家計や企業のコンフィデンス指標やサーベイデータにはみられ始めているが、現時点では、それによってハードデータが大きく影響される状況には至っていないと指摘した。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長しているとの認識で一致した。そのうえで、多くの委員は、今後、関税政策は、米国の実体経済を下押しする方向に作用するほか、少なくとも短期的には物価を上押しするとの見解を示した。ある委員は、家計や企業、金融機関のバランスシートが健全であることなどを踏まえると深刻な景気後退は考えにくいが、しばらくは潜在成長率を下回る成長が続く可能性が高いと指摘した。別の一人の委員は、一時凍結されている相互関税の上乗せ部分が撤回されたとしても、関税の物価に及ぼす影響は大きく、個人消費や設備投資には下押し圧力がかかるとの見方を示した。複数の委員は、やや長い目でみて、いったん上昇した物価が経済の減速により下押しされるのか、それとも高めの物価上昇率が継続するのかについては不確実性が大きいと指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、今後の物価動向を見定めていくためには、労働市場の状況、とくに賃金の動向を注視していくことが重要であると付け加えた。この点に関連し、ある委員は、経済が減速するもとでは、一時的な物価上昇ショックによってインフレ予想のアンカーが上方に外れるリスクは限られるとの見解を示した。この間、

一人の委員は、新政権発足以降、経済成長にマイナスに働く関税等の政策が先行しているが、今後、減税等が実現していけば、成長率の上振れもあり得ると指摘した。

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ているとの認識を共有した。ある委員は、米国の関税引き上げの影響に加え、これまでの投資抑制やコストの高止まりにより、欧州の産業競争力は低下しているとの見方を示した。

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。一人の委員は、内需低迷や貿易摩擦激化による輸出の減少が懸念されるほか、住宅の販売在庫の大きさを踏まえると不動産市場の回復にはかなりの時間を要する可能性が高いとの見方を示した。

中国以外の新興国・資源国経済について、委員は、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、米中間の高関税の影響等を受けて、中国から安値輸入品が流入し、ディスインフレが進む可能性には注意する必要があ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。一人の委員は、４月入り後、社債市場では、発行体が起債を延期する動きなどがみられているが、市場変動が大きい時期には想定されることであり、投資家サイドの運用スタンスに大きな変化は窺われていないとの見方を示した。別の一人の委員は、金融機関は積極的な貸出態度を維持しており、資金のアベイラビリティも安定していると指摘した。この点に関連し、ある委員は、金融システムレポートのストレステストで示されているように、わが国金融機関は、相当に厳しいストレスにも耐えうる充実した資本基盤を備えているとの見解を示した。

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

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの認識を共有した。何人かの委員は、これまでのハードデータをみる限り、わが国経済は、概ね従来の見通しに沿って推移しているとの見解を示した。一人の委員は、コンフィデンスなどのサーベイデータをみても、現時点では、各国の通商政策等の影響はまだ強く出ている訳ではないと指摘した。

輸出や鉱工業生産について、委員は、一部に米国の関税引き上げに

伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善傾向にあり、業況感が良好な水準を維持しているもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識を共有した。複数の委員は、法人企業統計をみると、昨年の企業収益は、価格転嫁の進展や為替円安などを背景に、既往ピーク水準となっていると指摘した。また、別の複数の委員は、現時点のデータでは、人手不足対応の省力化投資などを含め、設備投資の変調を窺わせるものはないとの見解を示した。この間、ある委員は、中小企業に限ってみると、従業員一人当たりの設備投資額は２年連続で減少しており、賃上げと設備投資の両立は難しい状況が続いているとの見方を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持しているとの認識で一致した。ある委員は、物価上昇を背景に家計の節約志向は強まっているが、若年層を中心とする所得の改善が、そうした負の影響をある程度打ち返しており、全体として個人消費は堅調に推移していると指摘した。

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。ある委員は、連合の春季労使交渉に関する集計結果では、比較的規模が小さい先を含めて昨年並み以上の賃上げ率が実現しているほか、４月の支店長会議でも、中小企業を含めた企業の賃上げモメンタムの強さを窺わせる報告が多く聞かれたと指摘した。一方、一人の委員は、雇用の７割を占める中小企業でも賃上げ率は高まっているが、大企業との格差は拡大しており、賃上げモメンタムの定着にはなお距離があるとの見解を示した。

物価面について、委員は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとでは３％台前半となっているとの認識で一致した。ある委員は、全国に先行して公表された４月の東京都区部の消費者物価の前年比をみると、家賃を除く一般サービスの伸び率が３％を上回ったほか、東京固有の要因である可能性はあるものの、家賃の伸び率も大きく高まっていると指摘した。この点に関連し、一人の委員は、東京以外の地域では、全体として家賃の上昇率は小幅にとどまっているが、新規家賃については、大都市圏を中心に、このところ上昇の動きが目立ってきていると指摘した。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。

２．経済・物価情勢の展望

2025 年４月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、最初に、委員は、中心的な見通しの前提について議論した。委員は、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高く、様々な見方が存在する中にあっては、関税政策に関する最近の動きなどを踏まえつつ、委員の間である程度議論の前提を揃えることが、日本銀行としての中心的な見通しを検討し、その結果を対外的にわかりやすく伝える観点から望ましいとの認識で一致した。そのうえで、委員は、今回の展望レポートの中心的な見通しは、①今後、各国間の交渉がある程度進展するほか、②グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを共通の前提として作成することが適当であるとの認識を共有した。また、委員は、今後の各国の通商政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第では、経済・物価の見通しが大きく変化する可能性があるとの認識も共有した。ある委員は、米国の関税政策の着地とそれへの企業の対応は二重の意味で流動的であり、現時点での見通しは仮置きに止まり、今後の推移次第で、見通しには大きな修正がありうるとの見解を示した。

次に、委員は、これらの前提のもとで、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、①各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化する、②その後は、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれるとの認識を共有した。

委員は、米国の関税政策やそれに対する各国の通商政策は、わが国の経済を下押しする方向に作用するとの見方を共有した。そのうえで、多くの委員は、関税政策は、主として、貿易面および企業や家計のコンフィデンス面から、わが国経済を下押しすると指摘した。ある委員は、資源価格下落等に伴う正の供給ショックも見込まれるが、様々な経路を介して発現する負の需要ショックよりは小さいと考えられると付け加えた。

貿易を通じた経路について、何人かの委員は、関税の引き上げは、米国内でのわが国企業の価格競争力の低下に加え、貿易の縮小を介した世界経済全体の下押しを通じて、わが国の輸出を押し下げるとの認

識を示した。また、複数の委員は、為替が円高方向で推移すれば、わが国の輸出にマイナスの影響を及ぼすと指摘した。別の一人の委員は、高関税が長期化すれば、直接的影響を受ける輸出企業を中心に、事業再編やサプライチェーン強靭化のための取引先の選別、生産拠点の米国シフト等が進む惧れがあり、これが、経営体力が比較的弱い中小企業に影響を及ぼす懸念があると述べた。この点に関連し、ある委員は、当面影響が懸念されるのは、個別関税が設定されている自動車であるが、米中間の高関税により中国経済が更に落ち込むようなことがあれば、より幅広い製造業に影響が及ぶ可能性があると指摘した。これに対して、一人の委員は、1990年代の円高局面と違い、今回の相互関税は世界各国に賦課されるため価格転嫁も可能であり、わが国企業の相対的な競争条件悪化には繋がり難く、収益減少が限られる可能性もあると指摘した。別の一人の委員は、理論的には、米国による関税賦課はドル高・円安方向の圧力をかけることになるため、わが国の輸出に対する影響を緩和する可能性もあるとの見解を示した。そのうえで、この委員は、ＧＤＰに占める輸出の割合等でみたわが国経済の貿易依存度はそこまで高くないため、関税政策の動向だけでなく、国内要因にも注目して、冷静に金融経済の状況を判断していく必要があると付け加えた。

企業や家計のコンフィデンスを通じた経路について、複数の委員は、不確実性の高まりが企業マインドを慎重化させ、設備投資を当面見送ることを選択する先が増えると予想されるが、その影響の大きさについては、各国の通商政策等の今後の展開や金融・為替市場の動向等に応じて、大きく変化しうるとの見方を示した。一人の委員は、今次局面は、過去のコンフィデンス悪化局面と異なり、米国政権の決定により状況が突然大きく変化しうるという特殊性があり、その分、企業や家計の行動が読みにくいと指摘したうえで、日本銀行としては、各支店のヒアリング情報なども活用しながら、設備投資や個人消費の動向をきめ細かく確認していくことが必要との認識を示した。

わが国の輸出や鉱工業生産について、委員は、海外経済の減速を背景に、弱めの動きになると見込まれるものの、その後は、増加基調に復していくと考えられるとの認識で一致した。

設備投資について、委員は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用する中、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靭化に向けた投資は継続されるものの、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれるとの認識を共有した。また、その後は、企業収益が内外需要

の増加から改善していくとみられる中、需要増に対応した能増投資もあって、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、当面は物価上昇の影響を受けつつも、雇用者所得の増加が続くことなどから、緩やかな増加基調を維持するとの見方で一致した。また、その後についても、雇用者所得の増加が続くもとで、個人消費は緩やかに増加していくとの認識を共有した。

雇用者所得について、委員は、本年の春季労使交渉を反映した名目賃金の上昇に支えられて、当面、はっきりとした増加を続けるものの、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力が強まるのに伴い、増加ペースは鈍化していくとの認識を共有した。また、その後は、企業収益の回復に伴い、名目賃金の上昇率が再び高まるもとで、雇用者所得の増勢も強まっていくとの見方を共有した。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、１月の展望レポート時点と比べると、2024 年度は、個人消費を中心に幾分上振れているが、2025 年度と 2026 年度は、各国の通商政策等の影響を受けて、下振れているとの認識を共有した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、2025 年度に２％台前半となったあと、2026 年度は１％台後半、2027 年度は２％程度になるとの見方を共有した。委員は、これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくとの認識で一致した。そのうえで、委員は、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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。何人かの委員は、今回前提とした各国の通商政策等の影響がみられるもとでも、引き続き賃金の伸びと労働需給の引き締まりに支えられ、基調的な物価上昇率は、２％に向けて徐々に高まっていくという大きな方向感はこれまでと変わらないとの認識を示した。そのうえで、複数の委員は、中心的な見通しのもとでは、基調的な物価上昇率が「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するようになる時期は、従来の見通しから１年程度、後ずれするとの見方を示した。

委員は、各国の通商政策は、物価に対して上下双方向の影響を及ぼしうるが、今回の前提のもとでは、今後の成長ペース鈍化などを通じ

て、中心的な見通しを押し下げる方向で作用するとの見方を共有した。また、一人の委員は、サプライチェーンが混乱するようなことがあれば、一時的には物価を押し上げる可能性があるが、混乱が長引けば、企業収益や賃金への下押し要因として働き、基調的な物価上昇率を押し下げる要因として作用する可能性があるとの見解を示した。この間、別の一人の委員は、関税の賦課は短期的な価格ショックと考えることもでき、長期的には実質的な効果を持たないとの理論上の結論はありうることから、現時点では、やや長い目でみれば、関税政策とその不確実性が、基調的な物価上昇率や潜在成長率に影響を与えるとはみていないとの認識を示した。

委員は、こうした中心的な物価の見通しを、１月の展望レポート時点と比べると、2025 年度と 2026 年度は、原油価格の下落や今後の成長ペースの下振れの影響などから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、リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの見方を共有した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向、②輸入物価の動向、③わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響、の３点を挙げた。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響、②今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及には注意が必要であるとの見方で一致した。

各国の通商政策等の動きが物価に及ぼすリスクに関連して、ある委員は、輸出企業を中心とした企業収益の減少が、今後、サプライヤーへの原価低減圧力の強まりや賃金設定行動の変化を介して、基調的な物価上昇率を押し下げうると指摘した。この点に関連し、一人の委員は、先行きの賃上げ気運を維持していくためには、本年の冬季賞与や来年の賃上げに向けて、企業経営者がどのようなメッセージを打ち出していくかが重要なポイントになると指摘した。別の一人の委員は、

企業や家計の予想物価上昇率がどのように推移するのか、企業の賃金・価格設定行動がデフレ・低インフレ下のものに戻ることがないかといった点を、ヒアリングなども含め、しっかりモニタリングしていく必要があると述べた。また、何人かの委員は、米中間の高関税の影響等を受けて、中国から安値輸入品がわが国に流入し、物価を押し下げるリスクもあるとの認識を示した。これに対して、複数の委員は、各国間の交渉の帰趨次第では、中心的な見通しよりも物価が上振れる可能性もあると指摘した。このうちの一人の委員は、成長率や消費者物価の前年比が今回の見通し通りに推移するとしても、企業や家計の予想物価上昇率や、企業の賃金・価格設定行動の状況次第では、基調的な物価上昇率は見通し期間前半に「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移する可能性も十分あると付け加えた。また、この委員は、物価は 2027 年度まで２％近傍を維持する見通しにある中で、グローバルサプライチェーンの混乱等による物価上振れリスクには留意が必要であるとの見解を示した。この間、何人かの委員は、為替相場が大きく変動すれば、物価にも影響が及びうると付け加えた。

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、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きい、②物価の見通しについても、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きい、との認識を共有した。

Ⅲ．金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。多くの委員は、経済・物価見通しの下振れや不確実性の高まりを踏まえると、現時点では、緩和的な金融環境を維持しつつ、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を丁寧に確認していくことが適当であると指摘した。何人かの委員は、現在の実質金利はきわめて低い水準にあり、これを維持することで、経済をしっかりと支えていくことが重要であるとの見解を示した。このうちの一人の委員は、金利の下限制約から脱却して１年以上経つが、経済と物価はしっかりしており、現在の金融政策スタンスは、とても緩和的な状況にあると付け加えた。ある委員は、１月に決定した政策金利引き上げの影響も、確認していく必要があるとの見解を示した。別のある委員は、米国の

関税政策の展開がある程度落ち着くまで、取りあえずは様子見モードを続けざるを得ないと述べた。この間、一人の委員は、最近の関税政策により、企業における行き過ぎたコストカット、賃上げ・投資の抑制や産業の空洞化に陥る可能性も考えられることから、企業マインドや倒産の傾向に変化がないか注視する必要があるとの見方を示したうえで、経済への影響を慎重に見極めるため、現在の調節方針を維持することが適当であると述べた。

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、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことが適当との見方で一致した。何人かの委員は、現在の実質金利が大幅なマイナスであり、かつ、先行き２％の「物価安定の目標」を実現する姿になっていることを踏まえると、方向としては、これまで同様、政策金利を引き上げていくのが適当であるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、健全なバランスシートなど、日本企業の財務体質が過去と比べて大きく改善している点も認識しておく必要があると述べた。ある委員は、「物価安定の目標」の実現に向けて最も重要なのは、企業の賃金・価格設定行動や企業や家計の予想インフレ率の動向であるが、これらが以前の賃金・物価が上がりにくい頃の状況に戻るリスクは小さく、２％に向けて上昇してきた基調的な物価上昇率が下方に屈折してしまう可能性は小さいとの見方を示した。

そのうえで、多くの委員は、経済・物価の見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であると指摘した。ある委員は、前提となる各国の交渉の帰趨を含めて、不確実性がきわめて高い中で、見通し自体が上下に変化しうるため、見通し実現の確度やリスクを見極めていく必要があるとの認識を示した。一人の委員は、今回の経済・物価見通しの確度は従来と比べて高くはないとの見方を示したうえで、先行き、見通しの上振れ・下振れ双方の可能性を点検し、適切に政策を運営していく必要があると述べた。別の一人の委員は、米国経済減速から利上げの一時休止局面となるが、米国の政策転換次第で追加的な利上げを行うなど、過度な悲観に陥ることなく、自由度を高めた柔軟かつ機動的な金融政策運営が求められるとの認識を示した。また、別のある委員は、サプライチェーンの毀損などにより経済が下押しされると同時に物価が上押しされるような状況となれば、米国と比べて予想インフレ率がア

ンカーされていないわが国では、金融政策での対応がより難しくなる可能性があると指摘した。

委員は、金融政策運営に関する情報発信のあり方についても議論を行った。何人かの委員は、経済・物価の見通しが上下双方向で大幅に変化しうるもとでは、先行きの政策金利のパスは、中心的な見通しのもとで予想されるものから変わり得ることを丁寧に説明していくことが重要であると指摘した。また、ある委員は、様々な不確実性の存在を前提としつつも、今回示した中心的な見通しのもとでは、２％の「物価安定の目標」は、後ずれはするものの達成できるという見通しがあり、その見通しに立つのであれば、これまで同様、政策金利の引き上げにより金融緩和の度合いを調整していくことが適当であるという、現時点での日本銀行の基本的な考え方を説明していくことが大切であるとの意見を述べた。この点に関連して、一人の委員は、市場は、日本銀行の従来からの基本方針を前提に、内外の新しい情報を自ら咀嚼して、日本銀行からの直接的な示唆を俟つことなく、利上げ時期についての見方を形成し、自ら修正し続けていると指摘した。そのうえで、この委員は、市場が日本銀行の細かな言い振りよりも、経済・物価の動向に着目するようになることが望ましく、日本銀行としても、そうした状況を維持できるような情報発信を続けることが適切であるとの見解を示した。

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

執行部の説明に対し、委員は、執行部の示した案は適当であるとの見解を共有した。何人かの委員は、今回の中心的な見通しは、各国の通商政策等の今後の展開について一定の前提を置いたものであり、今

後の各国の政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第で見通しが大きく変化しうる点も、「展望レポート」において併せて説明していく必要があるとの見解を示した。

委員は、最近の国債市場の動向と日本銀行の国債買入れに関する考え方についても、議論した。何人かの委員は、①長期金利は金融市場において形成されることが基本であること、②日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能なかたちで減額していくことが適当であること、といった基本的な考え方を改めて示した。このうちの一人の委員は、減額計画を定める際には、どの程度の減額であれば国債市場の機能に混乱が生じる可能性を低く抑えられるか、がポイントとなると指摘した。何人かの委員は、超長期国債の金利が大幅に上昇するなど、年限間の分断が生じているとの見方を示した。このうちの一人の委員は、国債買入れの減額計画の中間評価に向けて、年限別の需給動向や流動性、業態毎に異なる見方を丁寧に確認することが重要であると述べた。この点に関連して、何人かの委員は、超長期金利の上昇については、そもそも同市場の参加者が限られているもとで、規制対応の一巡により投資家需要が減退していることなどが影響しているとの指摘が市場参加者から聞かれていると付け加えた。ある委員は、例外的な状況を除き、日本銀行が、一時的な需給バランスの変化に都度対応すると、市場の機能を再び損なうことになってしまうとの認識を示した。一人の委員は、中央銀行が市場を十分に考慮することは当然であるが、一方で、その時々の市場の意見に反応しすぎると、その柔軟性が却って予見可能性を低下させ、市場の不確実性をより高める可能性があると指摘した。これらの議論を踏まえ、委員は、６月の金融政策決定会合では、市場参加者の意見や見方を十分に確認したうえで、国債市場の動向や機能度についてしっかりと点検し、現在の減額計画の中間評価を行うとともに、来年４月以降の国債買入れ方針を検討する必要があるとの認識で一致した。

Ⅳ．政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、米国との協議状況や、関税措置による輸出産業、関連する中小企業や地域経済、さらには国民生活への影響をよく注視し、資金繰り支援など必要な支援に万全を期する。

- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、内外の経済情勢等を

十分に注視しつつ、２％の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。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、緩やかに回復しているが、米国の通商政策等による不透明感がみられ、また、物価上昇の継続が個人消費に及ぼす影響等とあわせて一層注意が必要である。
- 政府は、「米国関税措置を受けた緊急対応パッケージ」に沿って、必要な支援に万全を期すとともに、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、中村委員、野口委員、
中川委員、高田委員、田村委員、小枝委員

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。

Ⅵ．「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、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、５月２日に公表することとされた。

Ⅶ．議事要旨の承認

議事要旨（2025 年３月 18、19 日開催分）が全員一致で承認され、５月８日に公表することとされた。

以　上

別　紙

２０２５年５月１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、０．５％程度で推移するよう促す。

以　　上

（７年６月16、17日開催分）

（開催要領）

１．開催日時：2025 年 6 月 16 日（14:00～15:36）
6 月 17 日（ 9:00～12:24）

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	（　〃　）
	中村豊明	（審議委員）
	野口　旭	（　〃　）
	中川順子	（　〃　）
	高田　創	（　〃　）
	田村直樹	（　〃　）
	小枝淳子	（　〃　）

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（16 日）
	斎藤洋明	財務副大臣（17 日）
内閣府	林　幸宏	内閣府審議官（16 日）
	瀬戸隆一	内閣府副大臣（17 日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	福田英司
政策委員会室企画役	木下尊生
政策委員会室企画役	三浦幸大
企画局企画役	八木智之
企画局企画役	北原　潤

Ⅰ．金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

１．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（４月 30 日、５月１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、0.476～0.481％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 4.1 兆円程度の買入れを行った。

２．金融・為替市場動向

短期金融市場では、翌日物金利のうち、無担保コールレートは 0.5％程度で推移した。ＧＣレポレートは、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、小幅に上昇した。

わが国の株価（ＴＯＰＩＸ）は、米国の株価に連れて上昇した。長期金利（10 年物国債金利）は、米国の長期金利に連れて上昇した。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国の財政悪化懸念の高まり等を受けたドル売りを背景に円高方向に動く場面もみられたが、期間を通じてみれば、市場センチメントの改善に伴い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、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長している。欧州経済は、一部で関税賦課に備えた駆け込み輸出がみられるものの、総じてみれば製造業を中心に弱めの動きが続いている。中国経済は、政策面の下支えはあるものの、関税引き上げや不動産市場の調整などによる下押しがみられるもとで、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。

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

[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。」

海外の金融市場をみると、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されつつも、通商政策に関する各国間の交渉の進展や米国の堅調な経済指標等を背景に、市場センチメントは改善している。この間、ごく足もとでは、中東における地政学的リスクの高まりから、市場センチメントが慎重化する場面がみられた。米国の長期金利は、ＦＲＢの利下げ織り込みが後退する中、先行きの国債需給悪化に対する警戒感が高まったこともあって、大幅に上昇した。欧州の長期金利は、米国の長期金利に連れて小幅に上昇した。米国の株価は、市場センチメントが改善するもと、堅調な企業決算もあって上昇したあと、ごく足もとでは、中東における地政学的リスクの高まりから小幅に下落した。欧州の株価は、米国の株価に連れて上下した。この間、新興国通貨は、米中間での関税率引き下げの合意を主因とするリスクセンチメントの改善を背景に、上昇した。原油価格は、中東における地政学的リスクの高まりから、大きく上昇する場面がみられた。

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。米国の関税政策の影響は、これまでのところ、はっきりとは顕在化しておらず、企業・家計部門における所得から支出への前向きな循環は維持されている。先行きについては、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。

輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動が生じるとみられるが、基調としては、海外経済減速による下押し圧力が強まっ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、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資が一定の下支えとなるものの、収益環境の悪化や不確実性の高まりが下押し要因となり、増勢が鈍化していく可能性が高い。

個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、サービ

ス消費の堅調さを主因に、１～３月に前期比増加したあと、４月の１～３月対比も増加を続けている。企業からの聞き取り調査や業界統計、高頻度データに基づくと、５月以降の個人消費は、米価格の高騰もあって消費者の節約志向の強さを指摘する声は引き続き聞かれるものの、サービスを中心に緩やかな増加基調にあるとみられる。消費者マインドは、米などの食料品価格の上昇に加え、足もとでは通商政策を巡る不確実性の高まりも下押し要因となり、悪化傾向が続いている。先行きの個人消費は、当面、食料品価格上昇に伴う消費者マインド悪化の影響が残るものの、本年の春季労使交渉を反映した賃上げや雇用増加の動きが続くもとで、緩やかな増加基調を維持すると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は、正規雇用を中心に着実な増加を続けている。一人当たり名目賃金は、はっきりと増加している。先行きの雇用者所得は、本年の春季労使交渉を反映した名目賃金の上昇に支えられて、当面、はっきりとした増加を続けると考えられる。その後は、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力が強まるのに伴い、雇用者所得の増加ペースは鈍化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況をみると、原油価格は、ＯＰＥＣ等の増産による需給緩和観測から下落している一方、銅価格や小麦価格は、横ばい圏内で推移している。国内企業物価の前年比は、このところ４％台前半で推移してきたが、５月は、原油価格下落や円高進行の影響から、３％台前半へと低下している。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続けており、このところ３％台前半から３％台半ばのプラスで推移している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％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、目先、米などの食料品価格上昇や政府によるエネルギー代の負担緩和策の反動が押し上げ方向で作用することから、現状程度の上昇率で推移するとみられる。その後は、食料品価格上昇の影響が一巡するもとで、エネルギー価格による振れを伴いつつも、本年末頃にかけてプラス幅を縮小していくと予想される。

（２）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、

上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。ＣＰ市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、米国の相互関税発表前の水準と比べて、発行スプレッドは幾分拡大しているものの、延期していた起債を再開する動きがみられるなど、総じてみれば良好な発行環境を維持している。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、２％台半ばとなっている。ＣＰ・社債計の発行残高の前年比は、５％程度となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増勢が鈍化している。

この間、マネーストックの前年比は、０％台半ばとなっている。

Ⅱ．金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

１．経済・物価情勢

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されつつも、通商政策に関する各国間の交渉の進展や米国の堅調な経済指標等を背景に、市場センチメントは改善しているとの見方を共有した。一人の委員は、注意を要する最近の動きとして、主要国における超長期金利の大幅な上昇を挙げた。こうした動きの背景として、この委員は、コロナ禍後に、多くの国でほぼ完全雇用のもとでの高インフレが続いてきたことから、財政の拡張が民間部門の投資をクラウディングアウトし、金利上昇につながりやすくなっている可能性を指摘した。別の一人の委員は、国際会議等でも各国の国債市場の状況が議論の焦点となっており、海外市場における不測の動きが国内市場に波及する可能性にも注意を払わなければならない局面に入っているとの見方を示した。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかに成長していくとの見方で一致した。そのうえで、委員は、関税政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性はきわめて高い状況にあるとの認識を共有した。ある委員は、各国の企業・家計のコンフィデンス指標は悪化しているものの、ハードデータは、関税導入前の駆け込みの影響もあって実勢が掴みづらくなっているため、今後のデータを丁寧に確認していく必要があるとの見解を示した。この間、複数の委員

は、不確実性の高さに対応するため、拡張的な財政政策や緩和的な金融政策によって内需の下支えを図ろうとする国が増えており、これが、世界経済の減速をある程度緩和させる可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、欧米、中国、新興国が揃って財政・金融の両面で緩和策に傾く中、予想外の経済の上振れやインフレ圧力が生じる可能性もあると付け加えた。別の一人の委員は、こうした財政・金融政策は、世界的な対外収支の不均衡を根本的に是正することはできないほか、他国の経済にも影響を与える可能性があると指摘したうえで、引き続き、世界経済の減速リスクについて注意してみていく必要があると述べた。この間、ある委員は、最近の中東における地政学的リスクの高まりが、原油価格の上昇などを通じて世界経済を不安定化させる可能性があるとの懸念を示した。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長しているとの認識で一致した。複数の委員は、企業マインドなどのソフトデータに減速感がみられるが、現時点では、雇用を中心にハードデータは堅調なものが多いと指摘した。このうちの一人の委員は、米国の労働市場については、労働需要の緩やかな減速と労働供給の減速が概ね見合うかたちで、労働市場のタイト感はゆっくりと緩和されていくようにみえるとの見解を示した。別の一人の委員は、米国の家計・企業・金融機関のバランスシートは総じて健全であり、金融環境も安定していることから、過去の景気悪化局面でみられた信用収縮に伴う深刻な景気後退は考えにくいとの見方を示した。そのうえで、この委員は、これまでは経済成長にマイナスに働く関税等の政策が先行し、注目を集めてきたが、足もとでは減税等の成長率押し上げに働く政策も議論されていると指摘した。一方、ある委員は、製造業の国内回帰を目指す関税政策については、高い人件費や製造業従事者が少ない労働市場を踏まえると、その帰結に不確実性が高く、むしろ企業・家計のマインドが悪化し、物価の上昇ペースが速まる可能性があると指摘した。そのうえで、この委員は、原油価格の高騰も懸念される中、スタグフレーションのリスクもあるため、経済指標の今後の動向を注視していると付け加えた。

欧州経済について、委員は、一部で関税に備えた駆け込み輸出がみられるものの、総じてみれば製造業を中心に弱めの動きが続いているとの認識を共有した。ある委員は、ドイツにおける債務ブレーキ緩和の景気下支え効果が表れるのは 2026 年以降になるため、産業競争力の低下、米国の関税政策、地政学的リスクの拡大等を背景とした、ユーロ圏の景気減速局面は長引く可能性があるとの見解を示した。

中国経済について、委員は、政策面の下支えはあるものの、関税引き上げや不動産市場の調整などによる下押しがみられるもとで、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、３月以降、中国から米国以外の国・地域向けの輸出は大幅に増加しているが、今後は、それらの国・地域の経済成長鈍化や関税政策の影響拡大などから、更なる輸出の増加は難しいとの見方を示した。

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

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

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、前回会合以降の経済動向は、４月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。米国の関税政策の実体経済への影響について、何人かの委員は、マインド指標は弱めの動きとなっているが、関税引き上げ前の駆け込み輸出の影響などもあって、これまでのところハードデータは底堅い動きを示していると指摘した。このうちの一人の委員は、４～５月のハードデータは比較的しっかりしたものが多かったが、関税政策の影響はこれから顕在化すると考えられると付け加えた。ある委員は、米国の関税政策の直接的な影響はまだ表れていないものの、食料品価格の高止まりや関税政策によるマインド悪化などを背景に、わが国経済は、やや足踏み状態にあるとの認識を示した。

景気の先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化するとみられるが、その後は海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくとみられるとの認識を共有した。ある委員は、米国の関税政策の影響について、中小企業を含む幅広い業種へのヒアリング結果をみると、先行きの方向性を見出す材料が乏しい中で、判断を留保する先が散見されると指摘した。そのうえで、この委員は、こうした状況がセンチメントの下押し圧力になることは間違いないが、実体経済への影響の大きさについては、今しばらく時間をかけてみていかざるを得ないとの見解を示した。複数の委員は、不確実性は依然として高いものの、米国の関税政策に伴う経済の減速圧力は、前回会合時点で想定していたほど強くない可能性があるとの見方を示した。このうちの一人の委員は、自動車・鉄鋼業界等への影響は注視する必要があるものの、米国向け輸出ウエイトの低下や高付

加価値製品への転換の動き等を踏まえると、産業全般への波及度合いは、これまでの想定よりも限定的となる可能性があると指摘した。一方で、ある委員は、法人企業統計をみると、企業の稼ぐ力と賃上げ余力は改善しているが、中小企業に限ると賃上げと設備投資の両立が難しい様子が窺われると述べたうえで、日本経済は「賃上げと投資が牽引する成長型経済」へ移行できるか、スタグフレーションに陥るかの分岐点にあるとの見方を示した。

輸出・鉱工業生産について、委員は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識を共有した。ある委員は、実質輸出は、駆け込みの要因もあって、これまでのところ顕著な落ち込みは確認されていないと指摘した。

設備投資について、委員は、企業収益が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。複数の委員は、人手不足を補う投資などは今後も堅調を維持するとみられるが、関税政策を巡る不確実性に伴う投資マインドの悪化は注視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、この点に関連し、これまでのところ、とりあえず様子見という先はあるものの、設備投資の取り止めを決定したという話はあまり聞かれていないと述べたうえで、今後、状況が急変することもあり得るので、ミクロ情報を丁寧に捕捉することが重要であるとの認識を示した。別の一人の委員は、企業のヒアリング情報では、米国の関税政策を受けても、①ＤＸや効率化投資など、高水準の設備投資は継続的に実施する、②株主の期待に応えるため、収益増強のためには投資をしっかりと行っていく、とする企業が多いと指摘した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持しているとの認識で一致した。ある委員は、消費者の節約志向がみられる中でも、マクロ統計からみた消費が腰折れしていない理由としては、政府の施策や賃上げへの期待、堅調なインバウンド消費などに支えられている面も大きいとの見解を示した。また、この委員は、今後、関税政策に伴う企業業績の下振れに関する報道が増えてくると思われるので、これが個人のセンチメントにどのような影響を及ぼすのか、みていきたいと述べた。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。複数の委員は、米国の関税政策の影響は、今年の春季労使交渉の妥結結果にはみられていないと指摘したうえで、今後影響が

表れるとすれば冬季賞与からであろうとの見方を示した。この点に関連して、別の複数の委員は、企業のヒアリング情報では、人手不足に直面する中、米国の関税政策を受けても、引き続き賃上げに取り組むとする先が多いと指摘した。一方、ある委員は、2025年度の中小企業の賃上げ実施割合が前年から幾分低下したとの調査もあり、中小企業の賃上げ余力の低下が懸念されるとの見解を示した。この間、一人の委員は、一人当たり実質賃金の前年比は足もとマイナスとなっているが、働き方改革が進んで労働時間が減少する中、時間当たりの実質賃金が上昇していることも、併せて評価する必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、①労働生産性の改善が実質賃金にどの程度反映されているか、②生産性の高い企業への労働移動がどの程度生じているのか、といった観点から、労働市場の動向を注視していくことが必要との見解を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％台半ば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。何人かの委員は、通商政策を巡る不確実性は引き続ききわめて高いが、最近の物価は、米などの食料品価格の上昇を主因に、４月の「展望レポート」の見通し対比強めの動きとなっていると指摘した。このうちの一人の委員は、食料品や外食などの業種では、価格設定行動の変化が定着してきている可能性があり、今後、こうした動きが他の業種にも広がっていくかどうか、注視していく必要があるとの見方を示した。別の一人の委員は、生鮮食品を含む食料品等の価格上昇は、①供給力の低下、②各種コストや人件費の上昇、③気候変動に伴う天候不順によるもので、これらの要因は今後も継続する公算が大きいと述べた。一方、ある委員は、食料品等の値上げは続いているものの、生鮮食品や米の価格上昇は、国内における供給の拡大や政策対応によってピークアウトしつつあるとの見方を示した。この間、サービス価格の動向について、一人の委員は、家賃や公共サービスを除いたサービス価格は足もと高い伸びとなっていると指摘したうえで、サービス品目についても、品質調整による価格維持の余地が小さくなり、販売価格の引き上げにつながり始めた面があるとの見方を示した。これに対して、別の一人の委員は、外食などを除けば、名目賃金が高まっている割に、サービス価格への波及には頭打ち感がみられるとの見解を示した。

物価の先行きについて、委員は、物価上昇率を押し上げてきた既往

の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は次第に減衰していくと考えられるとの認識を共有した。一人の委員は、為替相場の動きを映じて企業物価は既にピークアウトしていることから、消費者物価の食料品価格は次第に落ち着き、米価格についても、政策効果による低下が期待できるとの見方を示した。また、委員は、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの見方を共有した。ある委員は、労務費の価格転嫁が難しいので賃上げができないという、これまでの賃金・物価のゼロノルムは崩れつつあると指摘したうえで、関税政策による収益面での下押し圧力を受ける中にあっても、賃金上昇のモメンタムが維持されることが重要であるとの見解を示した。一人の委員は、人手不足に伴う賃上げ等の国内要因による物価上昇が生じている点に注目していると述べた。

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今後の展開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はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの認識で一致した。何人かの委員は、米国の関税政策の影響で企業収益が下押しされた場合に、近年の企業の積極的な賃金・価格設定行動が途切れないかどうかを注視する必要があると指摘した。このうちの一人の委員は、既往の為替円安により、マクロ的には高水準の企業収益がバッファーになると考えられるが、個々の企業において、サプライチェーンを通じたコスト削減圧力や自社の賃金抑制圧力が生じないか、丁寧にみていく必要があるとの見解を示した。この点に関連して、別の一人の委員は、契約通貨ベースの輸出物価指数は、４月、５月と連続して低下しており、関税引き上げ分の値引きの拡大や米国市場での価格競争の動向には注意が必要であるとの見方を示した。この間、複数の委員は、米価格は前年比約２倍に上昇し、関連品目の価格にも波及していることなどを指摘したうえで、主食である米をはじめ、身近で購入頻度の高い食料品の価格は、家計のインフレ実感やインフレ予想により影響を及ぼし得るため、その動向を注視していく必要があるとの見方を示した。

２．金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、わが国の金融システムは引き続き安定性を

維持しているほか、市場センチメントも改善していると指摘した。

Ⅲ．長期国債買入れの減額計画に関する執行部説明

執行部は、まず、国債市場の動向や機能度の評価について以下のとおり説明した。

- 昨年夏の長期国債買入れの減額開始以降、国債市場の機能度は総じて改善傾向を続けてきた。この点は、債券市場サーベイにおける機能度判断ＤＩが、2023 年初をボトムに本年入り後まで一貫して改善傾向を辿ってきたことなどに表れている。なお、４月入り後には、米国の関税政策を受けて国債市場のボラティリティが上昇し、市場の流動性がいったん低下したが、足もとでは、市場のセンチメントが改善に向かう中、ビッド・アスク・スプレッドが総じて改善方向の動きとなるなど、国債市場は落ち着きを取り戻している。
- この間、長期国債買入れの減額は、新発債を中心とする流動性の改善を通じて、市場機能度の向上につながったと考えられる。また、国債補完供給にかかる減額措置により、債券先物のチーペスト銘柄の需給が改善したことも、市場機能の改善につながったと評価できる。こうした対応のもとで国債市場の機能度の改善が進んでいるが、日本銀行の国債保有比率はなお高く、機能度の改善は道半ばである。

次に、執行部は、５月 20、21 日に開催した債券市場参加者会合において聞かれた国債市場の動向や機能度および長期国債買入れの減額計画に関する市場参加者の意見を報告した。

- 国債市場の動向や機能度については、春先以降、米国の関税政策の影響を受けて市場の流動性が低下する局面がみられたが、全体としてみれば、国債市場の機能度は改善傾向にあるとの指摘が多く聞かれた。同時に、日本銀行の国債保有残高がなお多額に上るもとで、市場機能の改善は道半ばとの声も少なくなかった。
- 現行の長期国債買入れの減額計画については、これまでの減額が着実に市場機能度の改善につながっているもとで、予定通りの減額を続けるべきとの意見が大半であった。
- 2026 年４月以降の長期国債の買入れについては、市場の機能度を一段と高める努力を続けていくことが重要との認識から、引き続き、国債の買入れ額を減らしていくことが適切との声が多く聞か

れた。具体的には、現行ペース、または、やや減速したペースでの減額を１年程度続け、１～２兆円程度になるまで月間買入れ金額を減らすべきとの意見が多くみられた。また、再び中間評価を実施するなど、引き続き、柔軟性を確保する仕組みが必要との意見が多かった。

- このほか、市場機能や流動性の状況を踏まえて、臨時の買入れや残存期間別の買入れ金額の変更を行うことが可能な仕組みを維持することが適当との意見が多く聞かれた。また、市場機能を更に改善させていく観点から、日本銀行の保有比率の高い銘柄について、国債補完供給の減額措置における上限の引き上げや対象銘柄の拡大を検討すべきといった声が聞かれた。

そのうえで、執行部は、こうした国債市場の動向や機能度、および市場参加者の意見などを踏まえると、長期国債買入れの減額計画については、以下の通りとすることが考えられるとの説明を行った。

- 長期金利は金融市場において形成されることが基本であり、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能なかたちで減額していくことが適切である。
- 長期金利が金融市場においてより自由なかたちで形成されるよう、引き続き、減額を進めることが重要である。一方で、国債買入れの減額が進展する中、今後の減額ペースが速すぎると、市場の安定に不測の影響を及ぼす可能性がある。
- 両者のバランスを勘案し、国債市場の安定性に配慮したかたちで市場機能の改善を進めていけるよう、2026 年 4 月以降、減額ペースを緩和することが適当である。
- こうした観点からは、以下のような制度設計が考えられる。
  - 対象期間は、2027 年３月までとする。
  - 減額幅・減額ペースは、2026 年１～３月までは従来の減額計画を維持し、原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額する。2026 年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、2027 年１～３月に２兆円程度とする。
  - 残存期間別の買入れ額は、金融市場局が国債市場の動向を踏まえつつ適宜設定する。
  - 長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資

金供給オペなどを実施する。

- 2026 年６月の金融政策決定会合において、長期国債買入れの減額計画の中間評価を実施する。中間評価では、今回の減額計画を維持することを基本とするが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画を修正する。同時に、2027 年４月以降の長期国債の買入れ方針を検討し、その結果を示す。
- 必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直す。
- 減額計画の決定のほか、国債市場の流動性を改善する観点から、国債補完供給にかかる減額措置の要件緩和の対象銘柄の拡充等を行う。

Ⅳ．金融政策運営に関する委員会の検討の概要

以上のような金融経済情勢に関する認識と長期国債買入れの減額計画に関する執行部説明を踏まえ、委員は、金融政策運営に関する議論を行った。

まず、委員は、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、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。多くの委員は、物価がやや上振れているとはいえ、先行きの不確実性は高く、米国の関税政策や中東情勢に伴う景気下振れリスクがあることを踏まえると、経済情勢を見極めることが必要であり、現状の金融政策運営を維持することが適当であるとの見方を示した。ある委員は、①先行き、中心的な見通しに沿ったとしても、成長ペースが鈍化し、基調的な物価上昇率の改善がいったんは足踏みする姿を想定していること、②通商政策を巡る米国と各国の交渉は始まったばかりであり、大きな不透明性やダウンサイドリスクがあることから、今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきであるとの見解を示した。別のある委員は、現在は、１月に決定した政策金利引き上げの経済・物価に対する影響を見守る局面で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・物価の中心的な見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくという考え方を共有した。そのうえで、こうした見通しが実現していくかにつ

いては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。複数の委員は、堅調な賃金や若干上振れ気味の物価を念頭に置くと、通商問題が穏当なかたちで推移する見通しになってくれば、現在の様子見モードから脱却し、利上げプロセスの再開を考えることになるとの見方を示した。一人の委員は、不確実性の高さを踏まえると、利上げの動きは当面休止する局面と考えられるが、米国の政策動向によって再び利上げ局面へ回帰する柔軟かつ機動的な対応も求められるとの認識を示した。ある委員は、インフレが想定対比、上振れて推移する中、たとえ不確実性が高い状況にあっても、金融緩和度合いの調整を果断に進めるべき局面もあり得ると述べた。これに対して別のある委員は、わが国の経済については先行きの不確実性が非常に高く、下方リスクの厚い状況が続いていると指摘したうえで、企業業績や日米通商交渉の方向性がみえてくるのはまだ先であり、政策金利は当面、現状の水準を維持することが適当であるとの認識を示した。

次に、委員は、長期国債買入れの減額計画について議論した。

委員は、長期金利は金融市場において形成されることが基本であり、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能なかたちで減額していくことが適切であるとの認識で一致した。そのうえで、委員は、先行きの予見可能性に配慮する観点から、減額方針を示す期間を 2026 年度末まで１年延長することが適当であるとの認識を共有した。また、柔軟性を確保する観点から、①来年６月の決定会合において、国債市場の動向や機能度を点検し、新たな減額計画の中間評価を行うこと、②従来同様、長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に買入れ額の増額や指値オペ等を実施し得るとすること、③必要な場合には、決定会合において減額計画を見直すこともあり得ること、を明らかにすることが適切であるとの認識で一致した。

続いて、委員は、具体的な買入れ額について検討した。まず、多くの委員は、昨年夏の減額開始以降、国債市場の機能度は回復してきているが、なお回復途上であるとの認識を共有した。そのうえで、委員は、長期金利が金融市場においてより自由なかたちで形成されるよう、引き続き、減額を進めていくことが重要であるとの見解で一致した。この点に関し、多くの委員は、国債買入れの減額が進展する中、今後の減額ペースが速すぎると、市場の安定に不測の影響を及ぼす可能性

があるため、減額計画の策定においては、市場機能の改善と国債市場の安定のバランスを勘案する必要があるとの認識を共有した。

具体的な長期国債買入れの減額幅・減額ペースについて、委員は、2026年３月までは原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、従来の減額計画を維持することが適切であるとの見解で一致した。ある委員は、この１年間、現在の減額ペースを変更するほどの問題は生じていないと指摘したうえで、多くの市場参加者も同様の見方であることを踏まえると、従来の計画を維持することが適当であるとの見方を示した。

2026年４月以降の取扱いについて、大方の委員は、市場参加者の意見も参考にしつつ、国債市場の安定に配慮したかたちで市場機能の改善を進めていけるよう、減額ペースを緩和し、原則として毎四半期2,000億円程度ずつ減額していくことが適当との認識を示した。ある委員は、日本銀行の国債保有比率はできるだけ速やかに引き下げることが望ましいが、2019年に米国が量的引き締め（ＱＴ）を停止せざるを得なくなったように、急ぎすぎても却って調整に時間を要することになりかねないと指摘した。そのうえで、この委員は、日本銀行が国債買入れ額をいったん大きく減らし、その後また増やすことになれば、市場の混乱を招く可能性を不必要に高めかねないと付け加えた。一人の委員は、わが国経済の弱い回復力や市中の国債保有余力などを踏まえると、リスクマネジメントの観点から減額ペースを緩和することが適切であるとの見解を示した。また、別の一人の委員は、これまで多額の国債を買入れてきた日本銀行が買入れを減額することで、市中への国債供給が増加する点を踏まえれば、今次局面は過去と比べて有数の市中への大量国債供給局面とも考えられるとの見方を示した。そのうえで、この委員は、市場の不安定化を回避するため、過去の国債供給量も念頭に減額幅を調整し、市場の受容状況を見極めていく必要があると指摘した。ある委員は、金融機関の金利リスクテイク余力などを踏まえると、買入れの減額が進むほど、フローとストックの両面で市場への影響は大きくなると指摘し、こうした点について市場参加者自身の意見が分かれている中にあっては、日本銀行としては、安全のために減額ペースを多少緩和した方が良いのではないか、との見解を示した。また、何人かの委員は、これまでの大規模緩和からの出口を円滑に進めるという視点を持ちながら、市場との丁寧な対話を通じて、無理のないスピードで減額を進めていくことが適当ではないかとの見方を示した。

また、一人の委員は、来年４月以降の減額幅を縮小することが望ま

しいが、それは金融政策運営スタンスの変化を意味するわけではないと述べたうえで、この点に誤解がないよう適切な情報発信が必要であると指摘した。このほか、別の一人の委員は、減額ペースの緩和は、金利形成を基本的に市場に委ねつつ、急激な金利変動によって経済・物価に悪影響を及ぼすことを避けるための措置であり、財政への配慮ということでは全くない、という点はしっかり説明していく必要があるとの見解を示した。

これらの議論に対し、ある委員は、2026年４月以降も、原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額していくことが適切であるとの意見を述べた。その理由として、この委員は、長期金利の形成は市場と市場参加者に委ねるべきであり、可能な限り早く、日本銀行の国債保有残高の水準を正常化することが必要としたうえで、この点は、金融市場のショック吸収力を一刻も早く高める観点からも重要であるとの見解を示した。また、この委員は、金融機関の金利リスクテイク余力の観点からは、国債の発行年限や変動利付債の発行規模が、将来的にどうなるかという点が大事であると指摘したうえで、日本銀行の国債買入れに対する市場の期待を高めるべきではないと述べた。これに加え、この委員は、国債保有残高を早めに減らしておくことにより、市場機能に悪影響を与えない範囲で、相応のインパクトがある規模の量的緩和（ＱＥ）を実施し得る余地を確保しておくことも重要であると付け加えた。この委員の意見に関して、一人の委員は、市場の機能度はなお回復途上であるため、買入れ額を可能な限り早めに減らしておくという考えのもと、4,000億円の減額ペースを維持することにも妥当性はあるとの見解を示したうえで、市場への配慮やタイミングを考えれば、来年３月までは4,000億円の減額ペースを維持し、その後に2,000億円に緩める案を支持したいと述べた。

この間、複数の委員は、最近の超長期金利の上昇は、基本的には需給のミスマッチによるものであるとの認識を示した。ある委員は、超長期ゾーンのボラティリティ上昇がイールドカーブ全体に波及し、意図せざる引き締め効果が市場全体に及ぶ可能性もあると指摘したうえで、安定した市場のもとで形成されたイールドカーブは重要な金融インフラであるため、当局間で十分に意見交換し、市場の安定に努めていく必要があるとの認識を示した。

このほか、委員は、先行きの目指すべき国債買入れ額などについても議論した。何人かの委員は、市場参加者の中には、国債買入れの着地点は月間１～２兆円とする声が多いと指摘したうえで、最終的な買入れ額を検討するにあたっては、様々な論点があるため、来年６月の

中間評価に向けてしっかり考えていきたいと述べた。この点に関連して、一人の委員は、市場の安定性を確保する観点から、ある程度の額の国債買入れは続けていくべきであり、そうした安定性を犠牲にしてまで買入れ額を急いで減らす必要はないとの見方を示した。これに対して、別の一人の委員は、１年後に改めて議論すべきであるが、国債買入れ額はゼロまで段階的に減額していくことが望ましいとの考えを示した。一方、ある委員は、今後、例えば月間の国債買入れ額が１兆円程度にまで減少すれば、日本銀行の国債買入れが市場で話題になることもなくなると思われるため、買入れ額をゼロにすることに強く拘る必要はないのではないか、との見解を示した。このほか、別のある委員は、この１年間を振り返ると、超長期債市場における需給バランス等、市場構造が変化した面もあり、１年後に改めて中間評価を行い、先行きの買入れについて検討する必要があるとの認識を示した。

この間、一人の委員は、今後、国債買入れ額の着地点をどう設定するのかについては、日本銀行のバランスシート縮小の行方と併せて、長期的な視点で検討する必要があると述べた。別の一人の委員は、現状、超過準備はきわめて潤沢な状況にあるため、国債買入れの減額を粛々と進めて日本銀行のバランスシートを正常化させていくことが必要であると指摘した。ある委員は、将来的に超過準備はある程度減少するにせよ、発行銀行券の残高と合わせると、長期国債を含め、それらに見合う相応の規模の資産が必要になるとの見解を示した。これに対し、別のある委員は、国債の買入れだけではなく、中長期の資金を市場に供給することも検討すべきであると述べた。そのうえで、この委員を含む何人かの委員は、中央銀行のバランスシートは、資産・負債の両面からわが国の金融経済に影響を及ぼし得るため、最適なバランスシートの規模や構成については、今後、多面的に検討していく必要があるとの認識を示した。

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 58 分中断、12 時 07 分再開）。

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は「骨太方針２０２５」に基づき、経済再生と財政健全化の両立を前進させる。
- 国債買入れの減額は、債券市場の安定等に十分に配慮し、必要が

あれば状況に応じた柔軟な対応をすることを含め、適切に行われることを期待する。

- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、内外の経済情勢等を十分に注視し、市場とのコミュニケーションを図りつつ、２％の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、緩やかに回復しているが、米国の通商政策等による不透明感がみられる。米国の通商政策の影響や物価上昇の継続を通じた景気の下振れリスクには十分注意が必要である。

- 政府は、米国の関税措置や物価高への対応等、当面のリスクに万全を期す。１％程度の実質賃金上昇の定着を目指す。投資促進、地方創生等に取り組むとともに、持続可能な経済社会への改革を進める。

- 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。国債買入れの減額は、市場との適切なコミュニケーションの下、状況に応じて、必要があれば柔軟な対応をお願いする。

Ⅵ．採決

１．金融市場調節方針

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

採決の結果、全員一致で決定された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％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、中村委員、野口委員、
中川委員、高田委員、田村委員、小枝委員

反対：なし

２．長期国債買入れの減額計画

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

これに対して、田村委員からは、長期金利の形成は市場と市場参加者に委ねるべきであるとして、月間の長期国債の買入れ予定額については、2026年４月以降も原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2027年１～３月に1.3兆円程度とすることを内容とする議案が提出された。

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。

長期国債買入れの減額計画に関する田村委員案は、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、中村委員、野口委員、
中川委員、高田委員、小枝委員

長期国債買入れの減額計画に関する議長案は、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、中村委員、野口委員、
中川委員、高田委員、小枝委員

反対：田村委員

３．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（2025年４月30日、５月１日開催分）が全員一致で承認され、６月20日に公表することとされた。

以　上

別　紙

２０２５年６月１７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．長期国債買入れの減額について、月間の長期国債の買入れ予定額を、2026 年１～３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、2026 年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、2027 年１～３月に２兆円程度とする計画を決定した[1]（別紙参照）（賛成８反対１）(注)。

３．わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益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。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは３％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。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）については、これまで物価上昇率を押

[1] この決定のほか、国債市場の流動性を改善する観点から、国債補完供給にかかる減額措置の要件緩和の対象銘柄の拡充等を行う。

し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

以　上

(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、中村委員、野口委員、中川委員、高田委員、小枝委員。反対：田村委員。田村委員は、長期金利の形成は市場と市場参加者に委ねるべきであるとして、2027 年１～３月まで月間の買入れ予定額を原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額する議案を提出し、反対多数で否決された。

（別　紙）

長期国債買入れの減額計画について

長期金利は金融市場において形成されることが基本であり、日本銀行による長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で減額していくことが適切である。こうした観点から、2027 年３月までの長期国債の買入れは、以下のとおり運営する。

１．月間の長期国債の買入れ予定額を、2026 年１～３月までは原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ、2026 年４～６月以降は原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額し、2027 年１～３月に２兆円程度とする（詳細は、別添）。

２．2026 年６月の金融政策決定会合では、長期国債買入れの減額計画の中間評価を行う。中間評価では、今回の減額計画を維持することが基本となるが、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば、適宜、計画に修正を加える。また、同時に、2027 年４月以降の長期国債の買入れ方針について検討し、その結果を示すこととする。

３．長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

４．なお、必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直すこともありうる。

以　上

（別　添）

月間の長期国債の買入れ予定額

	月間の長期国債の買入れ予定額
2025 年４～６月	4.1 兆円程度
2025 年７～９月	3.7 兆円程度
2025 年 10～12 月	3.3 兆円程度
2026 年１～３月	2.9 兆円程度
2026 年４～６月	2.7 兆円程度
2026 年７～９月	2.5 兆円程度
2026 年 10～12 月	2.3 兆円程度
2027 年１～３月	2.1 兆円程度

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

（７年７月30、31日開催分）

（開催要領）

１．開催日時：2025 年 7 月 30 日（14:00～15:51）
7 月 31 日（ 9:00～11:50）

２．場　　所：日本銀行本店

３．出席委員：

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

４．政府からの出席者：

財務省	前田　努	大臣官房総括審議官（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）
	瀬戸隆一	内閣府副大臣（31 日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

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

Ⅰ．金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

１．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（６月 16、17 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、0.476～0.479％のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2025 年６月は月間 4.1 兆円程度の買入れを行った。2025 年７月は、６月の会合で決定された減額計画に沿って、月間の買入れ額を 4,000 億円程度減額し、月間 3.7 兆円程度の買入れを行った。

２．金融・為替市場動向

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

わが国の株価（ＴＯＰＩＸ）は、米国株価に連れつつ、米国との関税交渉の合意を受け、上昇した。長期金利（10 年物国債金利）は、概ね横ばいで推移したあと、足もとでは、米国との関税交渉の合意を受け、日本銀行の利上げや先行きの財政政策に対する思惑もあって、上昇した。国債市場の流動性指標をみると、総じて改善方向の動きが継続している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、ＦＲＢの利下げ織り込みが進展するもとで円高方向に動く場面もみられたが、期間を通じてみれば、市場センチメントが改善する中で円安方向の動きとなった。円の対ユーロ相場も、円安方向の動きとなった。

３．海外金融経済情勢

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長している。欧州経済は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いている。中国経済は、政策面の下支えはあるものの、関税引き上げや不動産市場の調整などによる下押しがみられるもとで、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、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかな成長経路に復していくと考えられる。先行きの見通しを巡っては、各国の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、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、足もとにおける米国の堅調な経済指標や、通商政策の交渉の進展などから、市場センチメントは改善している。米国の長期金利は、ＦＲＢの利下げ織り込みが進展するもといったん低下したが、その後は堅調な経済指標が意識されて上昇し、期間を通じてみると概ね横ばいとなった。欧州の長期金利は、ドイツの防衛費増額を含む予算案の発表に合わせて国債増発が決定され、国債需給の緩和が意識されたことなどから、小幅に上昇した。米国の株価は、市場センチメントが改善するもと、大手ハイテク企業等の堅調な業績も好感されて、上昇した。欧州の株価は、中東情勢の緊迫化を受けて下落したあと、米国の株価に連れて上昇し、期間を通じてみると概ね横ばいとなった。この間、新興国通貨は、総じてみれば横ばい圏内で推移した。原油価格は、イラン・イスラエル間の停戦合意により中東における地政学的緊張が緩和したことを背景に、下落した。

４．国内金融経済情勢

（１）実体経済

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

輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動減がマイナスに作用するほか、海外経済減速による下押し圧力も徐々に強まっ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、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資が一定の下支えとなるものの、収益環境の悪化や不確実性の高まりが下押し要因となり、増勢が鈍化していく可能性が高い。

個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、１～３月にサービス消費の増加を主因に前期比増加したあと、４～５月の１～３月対比は、食料品価格上昇が下押しとなり横ばい圏内の動きにとどまっている。企業からの聞き取り調査や業界統計、高頻度データに基づくと、６月以降の個人消費は、米などの食料品価格の上昇もあって消費者の節約志向の強さを指摘する声は引き続き多いものの、前月から横ばい圏内の動きを続けているとみられる。消費者マインドは、足もとでは米価格の上昇一服もありやや持ち直しているが、依然として低水準で推移している。先行きの個人消費は、春季労使交渉を反映した所定内給与の上昇が一定の下支えとなるものの、最近の食料品価格上昇に加え、本年度後半にかけては企業収益の減少に伴う賞与の伸び鈍化も下押し要因となるため、横ばい圏内で推移すると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は、正規雇用を中心に着実な増加を続けている。一人当たり名目賃金は、着実な上昇を続けている。先行きの雇用者所得は、本年の春季労使交渉を反映した名目賃金の上昇に支えられて、当面、着実な増加を続けると考えられる。その後は、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力が強まるのに伴い、雇用者所得の増加ペースは鈍化していくと見込まれる。

物価面について、商品市況をみると、原油価格と銅価格は、足もとでは上昇している。小麦は横ばい圏内で推移している。国内企業物価の前年比は、既往の原油価格下落や円高等の影響から上昇率が低下しており、足もとでは３％程度となっている。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続けており、このところ３％台半ばのプラスで推移している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは３％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、米などの食料品価格上昇が一巡するもとで、既往の円高の影響も耐久消費財等を中心に下押しに作用することから、本年度末にかけてプラス幅を縮小していくと予想される。

（２）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

実質金利は、マイナスで推移している。企業の資金調達コストは、

上昇している。資金需要面をみると、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、緩和した状態にある。ＣＰ・社債市場では、良好な発行環境となっている。こうした中、銀行貸出残高の前年比は、３％程度となっている。ＣＰ・社債計の発行残高の前年比は、５％台前半となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、増勢が鈍化している。

この間、マネーストックの前年比は、１％程度となっている。

（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、増加している。この間、信用コストは、低水準となっている。自己資本比率は、引き続き規制水準を十分に上回っている。

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

金融循環面では、金融システムレポートで示しているヒートマップを構成する全 14 指標のうち 12 指標が、過熱でも停滞でもない状態となっている。金融ギャップは、ひと頃と比べてプラス幅が縮小した状態が続いており、全体として金融活動に過熱感はみられない。ただし、不動産価格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。また、各国の通商政策等を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある。

Ⅱ．金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

１．経済・物価情勢の現状

国際金融資本市場について、委員は、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、足もとにおける米国の堅調な経済指標や、通商政策の交渉の進展などから、市場センチメントは改善しているとの見方を共有した。ある委員は、米国の株価が最高値を更新していることを指摘したうえで、その背景として、関税の米国経済への影響がこれまでのところ限定的であることや、米国企業の収益がＩＴセク

ターを中心に改善していることを挙げた。別の一人の委員は、市場センチメントは相互関税発表前の状態に回復しているが、仮に楽観に振れ過ぎているとすれば、揺り戻しのリスクもあるため、注意してみていく必要があるとの認識を示した。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。ある委員は、足もとまでの状況をみると、米国経済と中国経済はともに底堅い動きをみせており、先行きも、ＩＴセクターの成長や内需下支えを企図した各国の政策対応などから、減速リスクはさほど大きくないとの見方を示した。別の一人の委員は、世界経済が米国の関税政策の影響を吸収している力には、目をみはるものがあるとしつつも、世の中の捉え方がやや楽観的に過ぎないか、もう少し経過をみる必要があると指摘した。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長しているとの認識で一致した。そのうえで、何人かの委員は、関税政策の影響が顕在化してくるのはこれからと考えられ、とくに消費者物価や労働市場の動向を丁寧に確認していく必要があると述べた。このうちの一人の委員は、関税政策の基本的な内容が固まったことから、今後は、関税によるインフレがどの程度進んでいくのか、米国の消費者がそのインフレに直面して消費をどの程度減らしていくのか、様々な角度からの分析・調査が必要であると付け加えた。別の一人の委員は、６月の雇用統計は比較的強い内容であったが、政府部門の雇用者数の増加は季節調整の歪みのようにみえるほか、失業率の低下も移民政策による労働参加率の低下が寄与していることから、今後、雇用環境が急速に悪化するリスクも否定できないとの認識を示した。この間、複数の委員は、いわゆる最適関税理論が指摘するように、米国のような大国の場合、関税率をゼロにするより一定の関税を課す方が交易条件を改善させる可能性があるとの見解を示した。このほか、一人の委員は、米国では、関税を中心として経済成長にマイナスに働く政策が先行したが、減税法案の可決など局面が変化していると指摘したうえで、米国の家計・企業・金融機関のバランスシートは総じて健全であり、金融環境も安定していることから、信用収縮に伴う景気後退も考えにくいと指摘した。

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

中国経済について、委員は、政策面の下支えはあるものの、関税引き上げや不動産市場の調整による下押しがみられるもとで、改善ペー

スは鈍化傾向にあるとの見方を共有した。

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

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、10 年物国債利回りは足もと１％台半ばとなっているが、経済・物価動向などを踏まえると、金融環境は依然緩和的であると指摘した。

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。多くの委員は、米国の関税政策のマイナスの影響は、これまでのところ限定的なものにとどまっており、経済全体には広がっていないとの認識を示した。このうちのある委員は、６月短観は、業況感は横ばい、収益計画は企業部門全体で高水準を維持、設備投資計画は堅調と、市場予想よりも強めの内容であったとの見方を示した。これに関連して、別の一人の委員は、日本からの対米輸出が多い業種は輸送用機器や大型機械などであるが、短観等において関税の影響が大きく広がっていない理由としては、非製造業など関税の直接的な影響が少ない業種が調査対象として広くカバーされていることが影響している可能性があると指摘した。ある委員は、関税政策の影響は自動車産業などの一部に表れ始めているものの、非製造業の収益は好調であり、わが国経済は、全体としては持ちこたえているとの認識を示した。

輸出や鉱工業生産について、委員は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識で一致した。

設備投資について、委員は、企業収益が改善傾向にあり、業況感が良好な水準を維持しているもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識を共有した。ある委員は、足もと、設備投資は底堅い動きとなっており、先行指標である機械受注についても、現時点で大幅な落ち込みはみられていないとの見方を示した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移しているとの認識で一致した。ある委員は、節約志向の動きからマクロデータには弱さもみられるものの、雇用者所得が増加する中、いわゆるメリハリ消費などにも支えられ、個人消費は底堅さを維持して

いるとの見方を示した。一人の委員は、消費活動指数の内訳をみると、物価上昇の影響から非耐久財が弱い動きとなっているが、こうした統計には、Ｅコマース消費や海外サブスクリプションサービスの利用手数料などが十分に計上されていない可能性があるとして、様々なデータから消費の実態を把握することの必要性を指摘した。

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。何人かの委員は、６月短観や企業ヒアリングを踏まえると、米国の関税政策にかかわらず、企業の前向きな賃金設定スタンスは維持されているとの認識を示した。このうちのある委員は、足もとの毎月勤労統計には、今年の春季労使交渉で実現された高い名目賃金の伸びがそれほど明確に表れていないが、今後、徐々に反映されていく可能性が高いとの見方を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは３％台前半となっているとの認識で一致した。ある委員は、最近の食料品価格上昇は、基本的に食材価格の上昇を受けたコストプッシュによるものと考えられるが、消費者のインフレに対する考え方の変化によって、コスト上昇分の価格転嫁が容易になりつつあることの表れでもあるとの見解を示した。一人の委員は、過去１年の消費者物価の上振れ要因の大半は米とその他の食料品で説明できると指摘したうえで、賃金からサービス価格への波及は、底流としてゆっくり進んでいるものの、足もとで加速しているようにはみえないとの認識を示した。別の一人の委員は、デフレノルムの時代には一時的な物価下落要因の効き目が大きかったが、最近では輸入物価の下落などの下押し方向の要因の影響はあまり広がりがみられず、逆に、一時的な物価上昇要因が大きく効くようになっていると指摘した。そのうえで、この委員は、こうした変化の背景には、人手不足の高まり、賃金・価格の設定や価格転嫁に関する企業や消費者の考え方の変化、インフレ予想の上昇などがある可能性があるとの見解を示した。

この間、予想物価上昇率について、委員は、緩やかに上昇しているとの見方で一致した。ある委員は、予想物価上昇率の各指標は、まだ２％にアンカーされていないとはいえ、着実に２％に接近しているとの認識を示した。別のある委員は、２％を大きく上回る物価上昇が３年以上続く中、予想物価上昇率は２％程度に達しており、これが更に上昇しないか懸念されるとの見方を示した。これに対して、一人の委員は、物価上昇が続く中にあっても予想物価上昇率は比較的抑えられ

ていると指摘したうえで、その背景には、過去のデフレ期の経験や政府の物価高対策に対する期待などが影響している可能性があるとの見解を示した。そのうえで、この委員は、米をはじめとする食料品やガソリンなどは、個人がその価格水準から値上がりを実感しやすく、予想物価上昇率の押し上げにつながる可能性がある点にも留意が必要との認識を示した。これに関連して、ある委員は、最近海外では物価の水準自体がインフレ予想に影響を与え得るとの研究もあり、今後、米価格の前年比上昇率が鈍化しても、人々のインフレ実感が低下しない可能性もあると指摘した。

２．経済・物価情勢の展望

2025 年７月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の作成にあたり、最初に、委員は、中心的な見通しの前提について議論した。委員は、通商政策等について、各国間の交渉や内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性が高く、様々な見方が存在する中にあっては、これまでの交渉状況を踏まえつつ、今後、グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを共通の前提として中心的な見通しを作成することが、検討の結果を対外的にわかりやすく伝える観点からも望ましいとの認識で一致した。また、委員は、今後の各国の通商政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第では、経済・物価の見通しが大きく変化する可能性があるとの認識も共有した。

次に、委員は、これらの前提のもとで、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、①各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化する、②その後は、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれるとの認識を共有した。

委員は、日米を含む各国間の交渉状況を踏まえ、米国の関税政策のわが国経済への影響について議論した。多くの委員は、日米間の関税交渉が合意に至ったことは、大きな前進であり、日本経済にとって不確実性の低下につながるとの認識を示した。このうちのある委員は、とくに自動車関税がこれまでの予想よりも穏当な内容となったことから、関税政策を巡る不確実性ははっきりと低下し、わが国企業が行動しやすくなったと指摘した。何人かの委員は、米国による関税は日本以外の国・地域にも広く適用され、かつ、関税率の面でわが国の企

業が他国に比べて不利になっている訳ではないことから、関税政策のわが国経済への直接的な影響はさほど大きくならない可能性があるとの見解を示した。このほか、一人の委員は、関税政策のわが国経済への影響を考える際には、わが国の自動車産業が、長期的に、米国向け輸出の比率を引き下げていることも認識しておく必要があると指摘した。こうした議論を踏まえ、複数の委員は、関税政策の影響により、今後、大手製造業の収益がどの程度減少するか、その影響が中小企業の経営にどの程度波及するか、それらにより来春の賃金改定がどうなるのか、といった点を企業の決算発表やヒアリング等を通じて丁寧に確認していくことが重要であるとの認識を示した。

わが国の輸出や鉱工業生産について、委員は、海外経済の減速を背景に、弱めの動きになると見込まれるものの、その後は、増加基調に復していくとの認識で一致した。ある委員は、これまで発生してきた駆け込み輸出の影響が今後剥落し、関税の負の影響が出てくる局面に入りつつあることに注意が必要であると述べた。

設備投資について、委員は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用する中、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資は継続されるものの、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれるとの認識を共有した。また、その後は、企業収益が内外需要の増加から改善していくとみられる中、需要増に対応した能増投資もあって、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、物価上昇の影響で、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとの見方で一致した。また、その後についても、雇用者所得の増加が続くもとで、個人消費は緩やかに増加していくとの認識を共有した。

雇用者所得について、委員は、本年の春季労使交渉を反映した名目賃金の上昇に支えられて、当面、着実な増加を続けるとみられるが、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力が強まるのに伴い、増加ペースは鈍化していくとの認識を共有した。また、その後は、企業収益の回復に伴い、名目賃金の上昇率が再び高まるもとで、雇用者所得の増勢も強まっていくとの見方を共有した。複数の委員は、日米関税交渉の合意によって、賃上げのパターンセッターである自動車メーカーの減益インパクトが抑えられれば、その分、来年の春季労使交渉において、これらを起点に賃上げ抑制の動きが広がる可能性が低下するとの見解を示した。この間、ある委員は、先行きの賃上げの動向に

ついては、春季労使交渉における賃金改定を重視しているが、それ以外にも、最低賃金の引き上げ幅や企業収益を踏まえた冬の賞与、転職を通じた賃金改善の状況などを多面的にみていく必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、中心的な成長率の見通しは、前回の展望レポート時点と比べると、概ね不変であり、先行きの景気展開に対する基本的な見方に変化はないとの認識を共有した。ある委員は、前回の展望レポートでは、「各国間の交渉がある程度進展すること」を前提としていたことから、今回の日米関税交渉の合意は見通しのメインシナリオを書き換えるものではないが、関税政策を巡る不確実性が低下した分、中心的な見通しが実現する確度は高まったとの認識を示した。

続いて、委員は、物価情勢の先行きの中心的な見通しについて議論を行った。委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、2025 年度に２％台後半となったあと、2026 年度は１％台後半、2027 年度は２％程度になるとの見方を共有した。委員は、こうした見通しを、前回の展望レポート時点と比べると、2025 年度は食料品価格上昇の影響を主因に上振れているが、2026 年度と 2027 年度は概ね不変であるとの認識を共有した。

こうした消費者物価の見通しについて、委員は、このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくとの認識で一致した。この点に関し、ある委員は、最近の米価格の上昇については、天候要因に加え、生産コストの上昇分をこれまで価格転嫁してこなかったことの影響が数年分まとめて出たという特殊な面があると指摘したほか、米以外についても、穀物などの国際商品市況が落ち着きつつあるため、加工食品の価格上昇は今後落ち着いてくるのではないか、との見方を示した。

また、消費者物価の基調的な上昇率について、委員は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率は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。

基調的な物価上昇率について、多くの委員は、その評価にあたっては、各種の物価指標や予想物価上昇率に加え、経済・物価に関する様々な情報を丁寧にみたうえで総合的に判断していく必要があるとの認

識を示した。ある委員は、基調的な物価上昇率は、特定の数値として示すことは難しいが、中央銀行が金融政策を運営するうえで大事な概念であるとの見解を示した。そのうえで、何人かの委員は、足もとまでの各種指標の動きを踏まえると、基調的な物価上昇率は２％に向けて緩やかに上昇しているものの、なお２％には至っていないとの見方を示した。一人の委員は、2025 年度の物価見通しがこの段階で大きく上振れた理由は、前回の展望レポート時点では想定していなかった食料品価格の上昇が主因であり、ここにきて基調的な物価上昇率が加速している訳ではないことは、丁寧に説明していく必要があると指摘した。この間、ある委員は、基調的な物価上昇率は幅のある概念であり、感覚的には足もと 1.5%から 2.5%くらいのところにあるとの見方を示した。別のある委員は、様々な指標の誤差や推計の幅も踏まえると、基調的な物価上昇率の水準は、足もと２％ぐらいとみているが、物価の下振れリスクも相応にある中、今後この水準で定着していくかは、しっかりみていく必要があるとの認識を示した。この間、一人の委員は、過去と異なり、今回の局面では、企業業績の改善と賃金の上昇を伴う形で物価と予想物価上昇率の上昇が続いていることから、金融政策運営を考えるうえでは、基調的な物価上昇率の決定要因のうち、予想物価上昇率の動きが重要であるとの見解を示した。この点に関し、別の一人の委員は、わが国は景気後退期にディスインフレないしデフレに陥る状況を度々経験し、景気回復期でも基調的な物価上昇率が上がりにくい状況が続いてきたことを踏まえると、今後成長ペースが鈍化する局面がくる場合、予想物価上昇率がどのように反応するか、注意深くみていく必要があると指摘した。このほか、ある委員は、基調的な物価上昇率が２％を大きく下回っている間は、政策判断にあたって実際の物価上昇率よりも基調的な物価上昇率を重視することになるが、これが２％に近付くにつれ、実際の物価上昇率も重視する度合いが徐々に高まっていくとの見解を示した。別のある委員は、物価動向に関する対外コミュニケーションの中心を、「基調的な物価上昇率」から、「物価の実績と見通しやそこに含まれる特殊要因、需給ギャップや予想物価上昇率」に変えていくべき局面であるとの認識を示した。この間、一人の委員は、経済のグローバル化の巻き戻し、中国などの労働供給力の減少、気候変動対応のコスト増加など、グローバルなインフレ要因が連続して生じている中、これがわが国の物価に及ぼす影響を、外部ショックとして除外して考えるのか、基調的な変動要因として捉えるべきなのかは、難しい問題であると指摘した。

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、リスク要因としては様々

なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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は高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの見方を共有した。ある委員は、日米間の関税交渉の合意は不確実性の低下につながる前向きの動きであるが、中国などとの交渉は現在も続いているほか、各国の交渉結果が内外の経済にどのような影響を及ぼすのかという点で、なお大きな不確実性が残っているとの認識を示した。

そのうえで、経済の主なリスク要因として、委員は、①各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向、②輸入物価の動向、③わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響、の３点を挙げた。ある委員は、足もとの世界経済はそれほど悪化していないが、各国間の関税率の決定が遅れ、輸出の駆け込みと反動が長引くことになれば、その分、海外経済の減速局面も後ずれする可能性には注意が必要との見方を示した。また、何人かの委員は、現時点ではっきりみえていないが、関税政策の影響が、今後、米国の雇用・所得環境や物価動向などにどう表れてくるかについては、丁寧に確認していく必要があるとの認識を示した。このうちの複数の委員は、米国経済が一定の停滞局面に入ることは想定しておくべきであるが、リセッションに陥るリスクは低いのではないか、との見方を示した。ある委員は、感染症拡大期と同様、今次局面でも世界的な危機意識から欧米・中国・新興国が揃って財政金融両面で緩和策に傾く中、経済押し上げ・インフレ圧力が生じ、世界経済が予想以上に上振れる可能性があると指摘した。

物価のリスク要因について、委員は、上記の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶほか、物価固有のリスク要因として、①企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響、②今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及には注意が必要であるとの見方で一致した。ある委員は、食料品は、消費者物価に占めるウエイトが大きく購入頻度も高い分、価格上昇が人々の物価観に影響しやすい一方、消費者マインドを悪化させることから、基調的な物価上昇率や予想物価上昇率への影響は上下両方向があり得ると指摘した。そのうえで、この委員は、米を巡る政府の対応などによって食料品の値上げの動きが落ち着くかどうか、そうした中でサービスを含むより広い品目の価格設定行動が変化するかどうかは、もう少し見極める必要があると指摘した。別の一人の委員は、米価格は引き続き高めで推移するとみて

いるほか、その他の食料品についても、価格転嫁の広がりによって上昇圧力が続く可能性が高いとの認識を示したうえで、足もとの猛暑や水不足の影響については、食料品の供給制約となる一方、財・サービス需要の低下や生産性への影響なども考え得るため、物価に対して上下双方向に作用するリスクがあると指摘した。一人の委員は、1993年の米価格上昇局面では、米価格の下落後も米以外の食品価格は高止まりしており、その例を踏まえると、今回も同様に食品価格の高止まりが物価の上振れ要因になり得るとの認識を示した。ある委員は、①日米間の関税交渉の合意、②企業の前向きな賃金・価格設定行動の維持、③足もとの物価上振れを踏まえれば、見通し期間前半に物価安定目標実現と判断できる可能性も十分あり、４月時点対比で、その可能性は高まったとの見解を示した。一人の委員は、既に物価が上がらないノルムが転換し、中長期のインフレ期待も引き上がる中、物価上昇の二次的影響が出やすく、基調的な物価の上昇が生じていると述べた。そのうえで、この委員は、７月の生活意識アンケート調査では物価上昇に伴い家計の生活実感が下押しされており、物価上昇への意識が強まっていることから、物価の上振れリスクを重視せざるを得ない局面にある中、今や、物価目標の実現を見据えたコミュニケーションも念頭に置く段階に入ったとの考えを示した。また、複数の委員は、今後の財政政策が、物価押し上げにつながらないかどうか、十分注意する必要があると指摘した。この間、ある委員は、足もとの物価の上振れは、食料品価格の上昇という部門ショックの側面が強く、相対価格のキャッチアップが終われば落ち着くのではないかとみていると述べた。そのうえで、この委員は、関税政策による実体経済の下押しを通じた物価の下振れリスクを踏まえると物価面のリスクは下方に厚いとの見解を示した。複数の委員は、工業製品や素材などの分野では、先行き、供給過剰となっている中国から安価の製品が国内市場に流入し、これが物価の下押し要因になり得るとの認識を示した。

リスクバランスについて、委員は、各委員が示したリスク評価を全体として評価すると、①経済の見通しについては、2025年度と2026年度は下振れリスクの方が大きい、②物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている、との認識を共有した。

Ⅲ．金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

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。多くの委員は、日米関税交渉の合意により、先行きの不確実性は低下したと考えられるが、当面は関税政策の経済・物価への影響を見極める必要があるため、現状の金融政策運営を維持することが適当であるとの見方を示した。ある委員は、日米の関税合意によっても、わが国経済の成長ペースが鈍化し、基調的な物価上昇率の改善がいったんは足踏みするというメインシナリオは不変であると述べたうえで、通商政策やその影響を巡る不透明性が引き続き大きいことを踏まえると、今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきであるとの見解を示した。別の一人の委員は、引き続き１月に決定した政策金利引き上げの影響を見守る局面で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・物価の中心的な見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくという考え方を共有した。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。ある委員は、通商政策の影響が具体的にどう出てくるのか、各国のデータでなお確認できていないほか、米国の消費者物価と労働市場の動向によって、米国の金融政策や為替相場の方向性が大きく変化する可能性があり、もう少しデータを得たうえで政策判断すべきであるとの見解を示した。一人の委員は、足もと、物価は強めで推移し、需給ギャップがゼロ近傍となっている中、政策金利は中立金利を下回っているが、こうした状況では、その時々の金融・経済環境に配慮しつつも、政策金利をなるべく中立金利に向けて戻していくことが、意図しない経済の歪みを抑制するうえでも、望ましい方向であるとの認識を示した。別のある委員も、米欧と異なってわが国の政策金利は中立金利を下回っているとみられるため、今後も可能なタイミングで利上げを進めていくべきであると述べた。そのうえで、この委員は、日米関税交渉の妥結に対して株式市場がポジティブな受け止め方をしている中、過度に慎重になって、利上げのタイミングを逸することにならないよう、留意する必要があると指摘した。一人の委員は、米国の関税政策による影響の見極めには、少なくとも今後２～３か月は必要であると指摘したうえで、仮に、米国経済が想像以上に持ちこたえるようであれば、日本経済への下押しの影響も軽

微なものにとどまり、早ければ年内にも現状の様子見モードが解除できるかもしれないとの認識を示した。ある委員は、物価上振れへの対応が遅れて急速な利上げを余儀なくされると、わが国経済に大きなダメージを与えるため、適時に利上げを進めることが、中央銀行のリスク・マネジメント上、重要であると指摘した。この間、一人の委員は、先行き、インフレ率がいったん低下するという中心的な見通しを前提とすれば、利上げの判断は注意深く行う必要がある一方、需要の価格弾力性が低い必需品や、人手不足による供給制約の強い品目が価格上昇の主役となり、物価上昇率が２％を上回る状況が長引くようであれば、時機を失することなく緩和度合いの調整を進めることが適当であると指摘した。

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

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

委員は、日本銀行のバランスシートのあり方についても、議論した。ある委員は、短期金利のコントロールに支障をきたさないという観点から、日本銀行当座預金やバランスシート全体の最適な規模や、そこに至る経路などを、他の主要中央銀行の先行例なども参考にしながら、考えていく必要があると指摘した。そのうえで、この委員は、当座預金に利息を付す現在の仕組みを前提とすれば、将来、当座預金の残高をリーマンショック前のような水準まで戻してしまうと、物価安定に向けた短期金利のコントロールが困難になる可能性があるとの見解を示した。これに関連して、複数の委員は、将来的な課題としつつも、バランスシートの規模だけでなく、保有資産の構成についても考えて

いく必要があると述べた。そのうえで、一人の委員は、資産の構成を考える際には、なるべく市場に対する影響が中立的なものを保有するという視点が大事になるとの認識を示した。

Ⅳ．政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 政府は、米国の関税措置に関する日米の合意内容やわが国への影響を十分に分析するとともに、中小企業・小規模事業者の資金繰り等への支援の相談にも丁寧に応じること等により、わが国産業や雇用への影響の緩和に万全を期する。

- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、内外の経済情勢等を十分に注視し、市場とのコミュニケーションを図りつつ、２％の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

また、内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、米国の通商政策等による影響が一部にみられるものの、緩やかに回復している。ただし、物価上昇の継続等を通じたリスクには十分注意が必要である。

- 政府は、米国の関税措置について、関税より投資との考え方の下、合意を実現した。一方で、関税措置は残っており、引き続き必要な対応を行いながら、経済財政運営に万全を期す。

- 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、野口委員、中川委員、
高田委員、田村委員、小枝委員、増委員

反対：なし

２．対外公表文（「当面の金融政策運営について」）

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

Ⅵ．「経済・物価情勢の展望」の検討

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、議長から、委員の見解を取りまとめるかたちで、議案が提出された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、８月１日に公表することとされた。

Ⅶ．議事要旨の承認

議事要旨（2025 年６月 16、17 日開催分）が全員一致で承認され、８月５日に公表することとされた。

Ⅷ．金融政策決定会合の開催予定日の承認

2026 年の金融政策決定会合の開催予定日が全員一致で承認され、会合終了後、公表することとされた。

以　上

別　紙

２０２５年７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、０．５％程度で推移するよう促す。

以　　上

（７年９月18、19日開催分）

（開催要領）

１．開催日時：2025 年 9 月 18 日（14:00～15:37）
9 月 19 日（ 9:00～12:40）

２．場　　所：日本銀行本店

３．出席委員：

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

４．政府からの出席者：

財務省	前田　努	大臣官房総括審議官
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	清水誠一
理事	神山一成
理事	諏訪園健司
理事	中村康治
企画局長	奥野聡雄
企画局政策企画課長	井出穣治
金融機構局長	鈴木公一郎
金融市場局長	峯岸　誠
調査統計局長	川本卓司
調査統計局経済調査課長	須合智広
国際局長	近田　健

（事務局）

政策委員会室長	福田英司
政策委員会室企画役	三浦幸大
企画局審議役	服部良太（19 日）
企画局企画調整課長	太田幸里（19 日）
企画局企画役	北原　潤
企画局企画役	西野孝佑

Ⅰ．金融経済情勢に関する執行部からの報告の概要

１．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節については、前回会合（７月 30、31 日）で決定された金融市場調節方針[注]に従って運営し、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.476～0.481％のレンジで推移した。

この間、長期国債の買入れについては、2025 年６月の会合で決定された減額計画に沿って、月間 3.7 兆円程度の買入れを行った。

２．金融・為替市場動向

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

わが国の株価（ＴＯＰＩＸ）は、自動車等に関する関税率の決定等により市場センチメントが改善するもと、堅調な企業決算もあって、大幅に上昇した。長期金利（10 年物国債金利）は、概ね横ばいで推移した。国債市場の流動性指標をみると、総じて改善方向の動きが継続している。為替相場をみると、円の対ドル相場は、米国の軟調な雇用関連指標等を受けて幾分円高となったあとは、概ね横ばいで推移した。円の対ユーロ相場は、ＥＣＢの利下げ観測が後退するもとで円安方向の動きとなった。

３．海外金融経済情勢

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長している。欧州経済は、駆け込み輸出の反動もみられる中、総じてみれば弱めの動きが続いている。中国経済は、政策面の下支えはあるものの、関税引き上げや不動産市場の調整などによる下押しがみられるもとで、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。

先行きの海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかに成長していくと考えら

[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。」

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、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、通商政策の交渉の進展などから、市場センチメントは改善している。米国の長期金利は、ＦＲＢの利下げ織り込みが進展するもとで低下した。欧州の長期金利は、米国の長期金利低下の影響を受けつつも、財政拡張的な動きのもとで国債需給の緩和が意識されたことから、概ね横ばいとなった。米国の株価は、堅調な企業決算や利下げ期待の進展などから上昇した。欧州の株価は、米国の株価に連れて上昇したあと、フランスの政情不安が意識されて下落し、期間を通じてみると、概ね横ばいとなった。この間、新興国通貨は、横ばい圏内で推移した。原油価格は、ＯＰＥＣプラスによる増産決定などを背景に、下落した。

４．国内金融経済情勢

（１）実体経済

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

輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。先行きは、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動減がマイナスに作用するほか、海外経済減速による下押し圧力も徐々に強まっていくと見込まれる。

企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。設備投資は、緩やかな増加傾向にある。先行きの設備投資は、受注残高解消の動きや人手不足対応の省力化投資が一定の下支えとなるものの、収益環境の悪化や不確実性の高まりが下押し要因となり、増勢が鈍化していく可能性が高い。

個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみると、４～６月に前期比で幾分増加したあと、７月の４～６月対比は幾分減少しており、このところ横ばい圏内の動きとなっている。企業からの聞き取り調査や業界

統計、高頻度データに基づくと、８月以降の個人消費は、米などの食料品価格の上昇もあって消費者の節約志向の強さを指摘する声は引き続き多いものの、前月から横ばい圏内の動きを続けているとみられる。消費者マインドは、足もとでは夏季賞与の増加や株価の上昇を背景にやや持ち直しているが、依然として低めの水準となっている。先行きの個人消費は、春季労使交渉や最低賃金の上昇を反映した所定内給与の上昇が一定の下支えとなるものの、食料品価格上昇に加え、企業収益の減少に伴う冬季賞与の伸び鈍化も下押し要因となるため、横ばい圏内で推移すると予想される。

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。就業者数は、正規雇用を中心に着実な増加を続けている。一人当たり名目賃金は、着実な上昇を続けている。先行きの雇用者所得は、本年の春季労使交渉を反映した名目賃金の上昇に支えられて、当面、着実な増加を続けると考えられる。その後は、企業収益の悪化による冬季賞与への下押し圧力が強まるのに伴い、雇用者所得の増加ペースは鈍化していくと見込まれる。

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

（２）金融環境

わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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

比は、４％程度となっている。ＣＰ・社債計の発行残高の前年比は、７％台前半となっている。企業の資金繰りは、良好である。企業倒産は、横ばい圏内で推移している。

この間、マネーストックの前年比は、１％台前半となっている。

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、世界経済の不確実性が引き続き意識されているものの、通商政策の交渉の進展などから、市場センチメントは改善しているとの見方を共有した。何人かの委員は、米国の株価が最高値を更新し続けていることを指摘したうえで、そうした動きの背景には、ＡＩ関連需要の高まりを受けたハイテク企業の業績に対する期待や、ＦＲＢの利下げが米国経済を下支えするとの見方があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、株式市場は先行きの米国経済を楽観しているようにみえるが、今後、関税による下押し圧力が予想以上に大きいと認識されれば、市場が悲観論に傾く可能性にも留意する必要があると指摘した。

海外経済について、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長しているとの認識を共有した。先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかに成長していくとの見方で一致した。何人かの委員は、海外経済は足もと一部に弱めの動きもみられるものの、多くの国・地域で米国との通商交渉が比較的穏当なかたちで決着したことなどを踏まえると、大幅な減速リスクは引き続き高くないと指摘した。ある委員は、米国における関税コストの消費者への転嫁が緩やかであることなどを踏まえると、関税政策が米国経済や世界経済に与える影響は、インフレや雇用の急激な悪化というかたちではなく、じわじわと時間をかけて出てくる見通しになってきているとの認識を示した。

米国経済について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに成長しているとの認識で一致した。何人かの委員は、企業収益がハイテク企業を中心に堅調に推移するもとで、設備投資はＡＩ関連を中心に増加しているほか、個人消費も底堅く推移していると述べた。このうちの一人の委員は、米国の家計・企業・金融機関のバランスシートは総じて健全であり、金融環境も安定していることから、信用収縮に伴う景気後退は考えにくいと付け加えた。一方、何人かの委員は、

関税政策によるマイナスの影響が米国経済に本格的に表れるのはこれからであり、その時期や影響の大きさには不確実性があるとの見方を示した。複数の委員は、これまでのところ、関税コストの多くは米国企業や米国向け輸出企業が負担しているが、今後は、米国の消費者に転嫁される度合いが次第に高まっていくとの認識を示した。この点に関連し、ある委員は、米国企業が関税コストを吸収していることで、消費者物価への大きな影響は避けられているが、その分、雇用に悪影響が出ている可能性があると述べた。そのうえで、この委員を含む多くの委員は、７月と８月の雇用者数の増加ペースが鈍化しているのは、関税政策が、米国の労働市場に影響を与え始めていることを示している可能性があると指摘した。別の一人の委員は、移民政策の影響で労働供給が減少していることを踏まえると、雇用者数や失業率のデータの解釈は難しくなっているため、当面は賃金の動きに注目していくのがよいとの認識を示した。このほか、何人かの委員は、ＦＲＢが雇用の下振れリスクを重視するかたちで利下げを決定したことは、米国経済を下支えする方向に作用するとの認識を示した。

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

中国経済について、委員は、政策面の下支えはあるものの、関税引き上げや不動産市場の調整などによる下押しがみられるもとで、改善ペースは鈍化傾向にあるとの見方を共有した。

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

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

わが国の景気について、委員は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しているとの見方を共有した。多くの委員は、前回会合以降の経済動向は、７月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。何人かの委員は、わが国の景気が緩やかに回復していることを示すものとして、４～６月期の実質ＧＤＰが前期比＋0.5％（年率＋2.2％）と５四半期連続のプラス成長となったことなどを挙げた。多くの委員は、米国の関税政策はわが国企業の収益面にマイナスの影響を及ぼしているが、これまでのところ、設備投資や雇用・賃金動向を含め、経済全体に波及している様子は窺われないとの認識を示した。

景気の先行きについて、委員は、各国の通商政策等の影響を受けて、

海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化するとみられるが、その後は海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくとみられるとの認識を共有した。何人かの委員は、関税政策の影響で輸出関連企業の収益が相応に下押しされることは避けられないが、ここ数年の為替円安等によって蓄積された高水準の収益がある程度のバッファーになるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、関税政策は、すべての業種に等しく影響を及ぼすものではないことに留意する必要があるとしつつ、米国経済の減速が見込まれる中、企業の景況感がこのまま良好な水準で推移するのか、それとも悪化方向に向かうのかを確認する必要があると述べた。別の一人の委員は、わが国経済は、しばらくは駆け込みとその反動で振れやすい展開となるものの、米国の関税が想定よりも穏当な結果となる中、それがわが国景気の腰を折り、物価に大きな下押し圧力をかけるほどには至らないとの見方を示した。

輸出・鉱工業生産について、委員は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けているとの認識を共有した。ある委員は、実質輸出は、自動車関連などで駆け込みの反動の影響が出ているものの、全体としては、トレンドから乖離するような落ち込みはみられていないと述べた。

設備投資について、委員は、企業収益が関税政策の影響を受けつつも全体として高水準を維持しているもとで、緩やかな増加傾向にあるとの認識で一致した。複数の委員は、設備投資は全体として堅調さを維持しており、前回会合以降の各種調査や直近のヒアリング情報でも、下方修正の動きは確認されていないと指摘した。これに関連して、一人の委員は、企業では、省力化投資、ＤＸ投資、研究開発投資などは引き続きしっかりと行っていくとの声が多いと指摘したうえで、こうした企業の積極的な経営姿勢が維持されていることを、次回の短観等で確認したいと述べた。この間、ある委員は、設備投資を材料に経済情勢を判断する際には、投資規模が大きい案件ほど、企業内での計画策定と実行のタイミングに大きなズレが生じ、状況が変わり得ることに留意する必要があると指摘した。

個人消費について、委員は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移しているとの認識で一致した。何人かの委員は、食料品価格上昇の影響で非耐久財は弱めの動きが続いているが、タイトな雇用環境や株

価上昇による資産効果などもあって、消費全体としては底堅い動きが続いているとの認識を示した。ある委員は、このところの物価高が消費者マインドに影響し、これまで好調であったサービス消費は若干伸び悩み気味であると指摘した。これに対して、一人の委員は、米を含む食料品の価格上昇の加速が天井を打ったことで、これまで回復軌道に乗らなかった個人消費が漸く上向きつつあるとの見方を示した。

雇用・所得環境について、委員は、緩やかに改善しているとの見方を共有した。複数の委員は、所定内給与の着実な増加に加えて、昨年度後半の好調な企業収益等を反映して、夏場の特別給与もしっかりと増加していると指摘した。このうちの一人の委員は、こうした名目賃金の増加と、食料品を含む消費者物価の上昇率の低下トレンドが続けば、来年にかけて、実質賃金の前年比プラス化の定着が展望できるとの見解を示した。別の一人の委員は、今年度の最低賃金の引き上げ幅が過去最大となったことは、物価のノルム転換の象徴的な事例であり、来年の春季労使交渉の目線にも影響を与えるとの見方を示した。これに対して、ある委員は、今年度の収益予想などをみると、引き続き、規模・業種間でばらつきは相応に大きいことから、最低賃金の引き上げが中小企業や小規模事業者の経営に与える影響についても、丁寧にみていく必要があるとの認識を示した。

物価面について、委員は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは２％台後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。多くの委員は、前回会合以降の物価動向は、７月の「展望レポート」の見通しに概ね沿ったものであるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、子細にみると、米価格は想定よりも強め、外食などは弱めの動きになっていると指摘した。ある委員は、食料品価格上昇の相当部分は米価を起点とするものであるが、米価以外の要因に基づく部分もかなりの比重を有するとの見方を示した。別のある委員は、食料品の値上げトレンドは依然として根強いものの、輸入食材の円建て価格が前年比マイナスになっている影響もあり、食料品価格の上昇は漸くピークアウトしつつあるとの認識を示した。この間、サービス価格の動向について、複数の委員は、賃金と物価が相互に参照するメカニズムが作用しており、緩やかな上昇が続いているとの認識を示した。このうちの一人の委員は、家賃や公共サービスについても、このところ徐々に伸び率を高めていると付け加えた。このほか、複数の委員は、消費者物価の品目別上昇率の分布や

上昇・下落品目比率の動きなどをみると、価格上昇の裾野の広がりが確認できると指摘した。

物価の先行きについて、委員は、このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられるとの認識を共有した。ある委員は、米価の先行きはなお不透明であるが、輸入食材を含む食料品の価格が落ち着いてくることに伴い、消費者物価の上昇率は徐々に低下するとの見方を示した。また、別のある委員は、最近の加工食品の値上がりに関し、一部の企業は、輸入物価の上昇が落ち着いている中でも積極的な値上げに踏み切っている印象があるとしたうえで、多くの先が価格転嫁が不可欠であるほど収益が悪化しているわけではないことを踏まえると、今後の消費者の購買状況次第では、値上げの流れに変化が生じることもあり得ると述べた。これに対して、一人の委員は、輸入物価や米などの原材料価格のトレンド、食料品価格への価格転嫁の継続度合い、食料品以外への価格転嫁の広がりの３点に注目していると述べたうえで、銘柄米の価格水準は見通し対比でやや強めに持続する可能性があるとみているほか、データやヒアリング情報を踏まえると、食料品価格への価格転嫁の継続性が高まっているのではないか、との認識を示した。そのうえで、この委員を含む何人かの委員は、最近の食料品価格上昇には、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響していることを踏まえると、価格上昇が想定以上に長引く可能性があることにも留意する必要があると指摘した。

また、消費者物価の基調的な上昇率について、委員は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、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。何人かの委員は、足もとまでの各種指標の動きを踏まえると、基調的な物価上昇率は２％に向けて緩やかに上昇しているものの、なお２％に至っていないとの認識を示した。ある委員は、実際の消費者物価が徐々に低下していく中でも、基調的な物価上昇率は２％に向けて着実に高まりつつあり、インフレ期待の各指標も、足もとでは１％台後半に入りつつあると指摘した。一人の委員は、基調的な物価上昇率には推計の幅や計測誤差もあるため、２％に達したか、伸び悩んでいるかの識別は容易ではないが、２％近傍で定着したかを丁寧に確認する必要はあり、モデルからの示唆も含めてみていきたいと述べた。この間、別のある委員は、基調的な物価上昇率を計測する指標には様々なものがあるが、それぞれの特性や有用性について整

理・検討を深めることが必要であると指摘した。別の一人の委員は、基調的な物価上昇率を捉えるとされる全ての指標を詳しく説明することは必ずしも適切でないものの、月次で公表されている特定の指標の動向だけに注目が集まることも望ましくないと述べたうえで、引き続き、適切な情報発信の方法を工夫していく必要があるとの見解を示した。複数の委員は、基調的な物価上昇率は、金融政策を運営するうえで非常に重要な概念であると指摘しつつも、その正確な計測が難しいことなどを踏まえると、具体的な水準の特定に議論の焦点が当たり過ぎれば、経済・物価見通しとの関係で適切に政策を判断していくという金融政策の基本的な考え方をうまく伝えられなくなる可能性があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、基調的な物価上昇率が２％にかなり近接した状況の中、実際の物価上昇率を重視したコミュニケーションも必要であると指摘した。また、別の一人の委員は、「展望レポート」における物価見通しが、来年度、コストプッシュ要因の減衰に伴いいったん２％を下回り、その後、再び２％に向かっていくかたちになっている背後には、基調的な物価上昇率が、緩やかに上昇しつつも、なお２％に至っていないという判断があるとの認識を示した。このことを前提に、この委員は、基調的な物価上昇率の説明に偏り過ぎず、長年そうであったように、「展望レポート」における経済・物価見通しを政策運営上のコミュニケーションの中心に据えることが適当ではないか、との見解を述べた。

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今後の展開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は高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要があるとの認識で一致した。何人かの委員は、米国との交渉の結果、自動車等の関税率が決まったことは、わが国経済を巡る不確実性の低下に繋がる前向きな動きであるが、通商政策等が内外経済に及ぼす影響に関する不確実性は、なお高い状況が続いているとの見方を示した。このうちのある委員は、最大のリスク要因は米国経済の先行きであると指摘したうえで、米国の関税政策それ自体による不確実性は低下していくとみられるが、仮に今後、関税によるインフレが米国経済を大きく下押しするようであれば、わが国経済も影響を免れないとの認識を示した。これに関連して、一人の委員は、米国の金融政策は、中立的な金利水準に向けてゆっくりと利下げをしていくというのがメインシナリオではあるが、今後の雇用動向次第では、中立金利以下まで大きく利下げする可能性も念頭に置く必要があると指摘した。これに対して、別のある委員は、関税の影響による景気減速懸念がグローバルに共有されるもとで、感染症

拡大期と同様、欧米や中国、新興国が揃って財政・金融両面で緩和策に傾く中、世界経済が予想以上に上振れる可能性もあると指摘した。物価面のリスクに関して、複数の委員は、企業の価格設定行動次第では、食料品価格の上昇が想定以上に長期化する可能性がある一方、家計のコンフィデンスの悪化が個人消費に影響すれば、物価上昇率を押し下げる方向に作用する可能性もあると指摘した。ある委員は、賃上げ定着を受けた国内要因によるインフレ圧力に加え、予想物価上昇率も高まるなど、「物価安定の目標」が概ね実現したとの認識を示したうえで、既に物価が上がらないノルムが転換し、インフレ期待も引き上がる中、物価上昇の二次的影響が生じやすく、物価の上振れリスクが存在するとの見方を示した。また、一人の委員は、物価の基調は２％定着に向けて、着実に歩みを続ける公算が大きく、今後の財政政策の影響を含め、物価の上振れリスクも大きいとの見方を示した。これらに対し、別のある委員は、物価高が消費者マインドに影響し、サービス消費が若干伸び悩んでいる足もとの状況を踏まえると、これまでのところ、食料品価格のコストプッシュ的な上昇が、より一般的な基調物価の上昇に広がっていく兆候は感じられないと述べた。そのうえで、この委員は、今後の価格改定の動きや可処分所得に関する政府の対策の影響などを丁寧に確認していきたいと付け加えた。この間、何人かの委員は、米国経済が想定以上に減速した場合には、わが国の実体経済のみならず物価の下振れ要因にもなるとの認識を示した。

２．金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、緩和した状態にあるとの認識で一致した。ある委員は、金融システムは引き続き安定性を維持しており、資金調達環境も緩和的であると指摘した。また、この委員は、最近の国債市場の動向に関連して、超長期金利の上昇が他の年限の金利に与える影響は限定的と考えているが、その波及度合いについては、丁寧にみていきたいと述べた。

Ⅲ．金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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

まず、当面の金融政策運営の考え方について、委員は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくということが

基本となるとの認識で一致した。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識で一致した。

こうした考え方のもとで、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、０．５％程度で推移するよう促す」という方針を維持することが適当であるとの見解を共有した。

何人かの委員は、日米間の交渉の進展はわが国経済を巡る不確実性の低下に繋がると考えられるが、当面は、通商政策等が内外の経済・物価に及ぼす影響を見極める必要があるため、現在の金融政策運営を維持することが適当であるとの見方を示した。このうちのある委員は、米国の関税率が 15%になっても日本経済に影響はあり、成長率がいったんは鈍化するという見通しは不変であるほか、物価面では、食料品のコストプッシュが収まることで、来年度に２％を下回ると予想されることを踏まえると、今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきであるとの認識を示した。一人の委員は、わが国経済の特徴として、内需が外的な負のショックに対して脆弱な傾向があると指摘し、金利の正常化を進めるうえでは、ハードデータをもう少し確認してから判断しても遅くないとの見解を示した。別のある委員は、利上げに向けた条件は次第に揃いつつあるものの、米国経済が減速局面に入る可能性もあることを踏まえると、市場にサプライズとなる現時点での利上げは避けるべきであるとの意見を述べた。別の一人の委員は、わが国の経済状況という観点だけから判断すれば、前回の利上げから半年以上が経過していることもあり、そろそろ再度の利上げを考えてもいい時期かもしれないとしつつも、米国経済の落ち込みの程度の目途がついていないため、当面の金融政策運営は、現状維持が適当との認識を示した。

一方、複数の委員は、今回の決定会合で、政策金利を 0.75%程度に引き上げることが望ましいとの見解を示した。このうちの一人の委員は、米国の相互関税賦課以来の不安が後退する中、国内では既に物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたと考えられることを踏まえると、再び利上げスタンスに回帰し、海外対比で低水準の実質金利の調整を行い得る状況であるとの認識を示した。別の一人の委員は、0.5%までの利上げの経済全体への波及はきわめて限定的であるとの見方を示したうえで、上下双方向のリス

クがある現時点で、政策金利を一気に引き締める領域まで引き上げるべきではないが、物価の上振れリスクがある中、将来の急激な利上げによるショックを避けるため、中立金利にもう少し近づけておくべきであるとの見解を示した。

先行きの金融政策運営に関連して、多くの委員は、①米国をはじめとする世界経済の動向、②関税政策がわが国企業の収益や賃金・価格設定行動に与える影響、③食料品価格を含めた物価動向などを点検し、経済・物価の中心的な見通しが実現する確度や、上振れ・下振れ双方向のリスクを丹念に点検し、予断を持たずに判断していくことが重要であるとの認識を示した。ある委員は、企業収益や春季労使交渉の事前情報などから、ここ数年の賃上げの流れが途切れないことがある程度の確度をもって予想できるかどうかが重要であるとの見方を示した。一人の委員は、経済・物価が日本銀行の見通しに対してオントラックであり、大きく軌道を外れなければ、ある程度定期的な間隔で政策金利の水準を調整していくべきであると述べたうえで、この先、米国の関税の影響を含め、企業の上期決算と通期見通しや短観など、幅広い情報が揃うとの認識を示した。別のある委員は、米国経済の帰趨が見えることを待つことで得られる知見もあるが、国内の物価との関係では待つことのコストも徐々に大きくなっていくので、待つことのコスト・ベネフィットやそれに伴うリスクの比較考量が必要になっていくと指摘した。これに関連して、複数の委員は、待つことのコスト・ベネフィットを考える際には、わが国の場合、長年にわたるデフレを経験していることも考慮する必要があるとの認識を示した。このうちの一人の委員は、マクロ的な需給ギャップがほぼゼロに達している状況では、物価の上振れリスクにも留意が必要としつつも、わが国の金融政策には、インフレ期待を２％にアンカーさせるという他の中央銀行にはない特別な配慮が必要であり、アンカリングが不十分と考えられるうちは、緩和的な金融環境をできるだけ維持し続けることが適当であると指摘した。

このほか、委員は、日本銀行が保有するＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分についても議論した。

何人かの委員は、本年７月に、金融システムの安定確保のために金融機関から買入れた株式の処分が完了したことを指摘したうえで、このタイミングで、昨年３月に買入れを終了したＥＴＦおよびＪ-ＲＥＩＴの処分の是非や方法について検討することが適当ではないかと述べた。このうちの一人の委員は、「金融機関から買入れた株式」の処分を無事終了できたことを踏まえ、これと同様の方法で、あまり間を

置かずにＥＴＦ等の売却を開始することが望ましいとの見解を示した。別の一人の委員は、金融政策の正常化を量と金利の両面からバランス良く進めるため、今回はバランスシート正常化を優先してもよいとの認識を示したうえで、マイナス金利政策の終了や、国債買入れの減額開始から時間が経ち、ＥＴＦ等の処分にも踏み出すタイミングが来ているように思われると述べた。ある委員は、少なからぬ規模の株式がマーケットに放出され得る状態で存在し続けることは、望ましい状況とはいえず、株式市場に大きな影響を与えない規模での処分を開始することが適当であるとの見方を示した。この間、一人の委員は、株式市場のリスク・プレミアムは正常化している一方、Ｊ－ＲＥＩＴ市場はリスク・プレミアムが依然として大きいことを踏まえると、売却ペースは相当緩やかにすることが望ましいと述べた。

以上のような委員の意見を受けて、議長は、執行部に対し、ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分について考えられる対応案を説明するよう指示した。

執行部は、まず、ＥＴＦ等の処分に関する基本方針等について、以下のとおり説明した。

- ＥＴＦ等の買入れについて規定した「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」は、その処分を行う場合の基本方針として、①ＥＴＦ等の市場等の情勢を勘案し、適正な対価によること、②日本銀行の損失発生を極力回避すること、③ＥＴＦ等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避することを定めている。
- この間、日本銀行は、金融システムの安定確保のために金融機関から買入れた株式の売却を少しずつ進めてきたが、株式市場に大きな影響を与えることなく、本年７月にすべての株式の処分を完了した。

そのうえで、執行部は、ＥＴＦ等の処分を行う場合には、以下のとおりとすることが考えられるとの説明を行った。

- ＥＴＦ等の処分に関する基本方針に基づき、また、「金融機関から買入れた株式」の処分の経験から得られた知見や、それを踏まえた実務的な検討などを踏まえ、当分の間、以下のとおり、保有するＥＴＦ等の売却を行う。
  - ＥＴＦについては、年間 3,300 億円程度（簿価）のペースで、取引所市場で形成される価格に基づき、市場への売却を行う。
  - Ｊ－ＲＥＩＴについては、年間 50 億円程度（簿価）のペース

で、取引所市場で形成される価格に基づき、市場への売却を行う。

- これらの売却ペースについては、まず、市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避する観点から、ＥＴＦ、Ｊ－ＲＥＩＴともに、時価ベースで、市場全体の売買代金に占める売却額の割合が、「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度（0.05％程度）になるように設定した。そのうえで、本年３月末時点の時価・簿価比率を用いて、簿価ベースの売却額を算出している。
- 「金融機関から買入れた株式」の売却スキームと同様、市場の状況に応じ、あらかじめ定めた一定の範囲内で、売却額の一時的な調整を行うことができるとするなど、市場の安定に配慮した仕組みを取り入れる。

● ＥＴＦ等の処分開始後、ＥＴＦ等の処分に関する基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、売却ペースを見直すこともあり得る。

● 2019 年 12 月に導入されたＥＴＦ貸付制度を、その利用状況等に鑑み、停止する。

● 本件について決定された場合には、ＥＴＦ等の処分にかかる受託者（信託銀行）を選定し、そのうえで、所要の準備が整い次第、処分を開始する。

執行部の説明に対し、委員は、執行部の示したＥＴＦ等の処分の案は適当であるとの認識を共有した。

まず、委員は、「金融機関から買入れた株式」の処分が完了し、そこでの経験を踏まえた実務的な検討にも目途がついたこのタイミングで、ＥＴＦ等の売却の開始を決定することが適当であるとの認識で一致した。具体的なＥＴＦ等の売却ペースについて、委員は、市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避する観点から、本年７月に完了した「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度の規模とし、ＥＴＦは簿価で年間 3,300 億円程度、Ｊ－ＲＥＩＴは簿価で年間 50 億円程度のペースで、取引所市場で形成される価格に基づき売却することが適当であるとの認識で一致した。この前提として、何人かの委員は、市場への影響に配慮する観点からは、執行部の説明のとおり、時価ベースで、「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度となるよう、売却額を定めることが適当であると指摘した。そのうえで、このうちの一人の委員は、市場全体の売買代金と時価ベースの売却額の間に概ね比例的な関係があることを踏まえると、今回の売却スキームは、将

来にわたり、市場の状況に応じて売却の影響をある程度平準化する仕組みを備えているとの認識を示した。この間、何人かの委員は、市場のリスク・プレミアムに影響を与えるために相応の規模で購入したＥＴＦ等を、市場に影響を与えないように十分緩やかなペースで処分していく以上、処分完了まで長期間かかるのはやむを得ないとの認識を示した。この点に関し、ある委員は、今回の売却ペースについては、単純計算で処分に 100 年以上かかると指摘されるであろうが、それが却って安心材料となり、市場への影響を軽減することに繋がるとの見方を示した。そのうえで、ＥＴＦ等の保有が長期間に及ぶことについて、複数の委員は、コーポレート・ガバナンスへの影響には留意が必要であるが、この点については、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した投資信託委託会社を通じた議決権行使といった措置を講じており、今後とも、こうした取り扱いを通じて適切に対応していくことが重要であるとの認識を示した。

続いて、委員は、ＥＴＦ等の処分に際しては、「金融機関から買入れた株式」の売却スキームと同様、市場の状況に応じ、売却額の一時的な調整や停止を行うことができるとするなど、市場の安定に配慮した柔軟な仕組みを取り入れることが適当であるとの認識で一致した。

このほか、委員は、ＥＴＦ等の処分を開始したあと、処分に関する基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、年間の売却ペースを見直すこともあり得る点について認識を共有した。これに関連して、ある委員は、予見可能性の観点からは、売却ペースの見直しは大きな状況変化があったときに限定することが望ましく、基本的には、今回決定した方法により淡々と処分していくことが適当であるとの見解を示した。

Ⅳ．政府からの出席者の発言

以上の議論を踏まえ、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 44 分中断、11 時 59 分再開）。

内閣府の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 日本経済は、米国の通商政策等による影響が一部にみられるものの、緩やかに回復している。ただし、物価上昇の継続等を通じたリスクには十分注意が必要である。

- 政府は、日米間の関税協議の合意の実施を進める一方、残る関税

措置に対し必要な対応を行いつつ、経済財政運営に万全を期す。また、実質賃金上昇と最低賃金の引上げの実現に向けた取組を進める。

- ＥＴＦ及びＪ－ＲＥＩＴの売却は、市場との適切なコミュニケーションの下、状況に応じて、必要があれば柔軟な対応をお願いする。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。

また、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 予算編成では、「骨太方針２０２５」に沿って、経済再生と財政健全化の両立に取り組む。

- ＥＴＦ・Ｊ－ＲＥＩＴの処分指針については、適切にご判断いただきたいが、市場の状況を注視し、必要があれば柔軟な対応を期待する。

- 日本銀行には、政府との緊密な連携のもと、内外の経済情勢等を十分に注視し、市場とのコミュニケーションを図りつつ、２％の物価安定目標の持続的・安定的な実現に向けた適切な金融政策運営を期待する。

Ⅴ．採決

１．金融市場調節方針

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

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す。

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

金融市場調節方針に関する議案（高田委員・田村委員案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．７５％程度で推移するよう促す。

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

採決の結果

賛成：高田委員、田村委員

反対：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員

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

採決の結果

賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員

反対：高田委員、田村委員

２．指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針の制定

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針を別紙のうち、（別紙）の（別添）のとおり制定することを内容とする旨の議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

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

反対：なし

３．「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の一部改正

議長から、委員の意見を取りまとめるかたちで、「指数連動型上場投資信託受益権の貸付けに関する特則」の一部改正に関する議案が提出され、採決に付された。

採決の結果、全員一致で決定された。

採決の結果

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

反対：なし

４．対外公表文（「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7月30日、31日開催分）が全員一致で承認され、9月25日に公表することとされた。

以　上

別　紙

２０２５年９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７反対２）(注)。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、０．５％程度で推移するよう促す。

２．日本銀行が保有するＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴについて、市場に攪乱的な影響を与えることを回避する等の基本方針を踏まえ、「金融機関から買入れた株式」の売却[1]と同程度の規模で、市場への売却を行うことを決定した[2]（全員一致）（別紙参照）。

３．わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは２％台後半となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

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

---

[1] 日本銀行は、2002 年から 2004 年および 2009 年から 2010 年にかけて、金融システム全体の安定性を確保するため、金融機関からの株式買入れを実施した。その後、一定のペースで当該株式の売却を進め、本年７月にその処分を完了した。

[2] このほか、2019 年 12 月に導入されたＥＴＦ貸付制度を、その利用状況等に鑑み、停止することとした。

ついては、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）については、このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開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は高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

以　上

(注) 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、野口委員、中川委員、小枝委員、増委員。反対：高田委員、田村委員。高田委員は、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたとして、田村委員は、物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるためとして、無担保コールレート（オーバーナイト物）を０．７５％程度で推移するよう促すとする議案を提出し、反対多数で否決された。

（別　紙）

ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴの処分について

日本銀行は、2024 年３月の政策委員会・金融政策決定会合において、２％の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、金融政策の枠組みの見直しを行った。その際、ＥＴＦおよびＪ－ＲＥＩＴ（以下、「ＥＴＦ等」）については、新規の買入れを終了することを決定し、その後、保有するＥＴＦ等の処分のあり方について検討してきた。

ＥＴＦ等の買入れについて規定した「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」は、その処分を行う場合の基本方針として、（１）ＥＴＦ等の市場等の情勢を勘案し、適正な対価によること、（２）日本銀行の損失発生を極力回避すること、（３）ＥＴＦ等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避することを定めている。

日本銀行は、こうした基本方針にもとづき、また、これまで「金融機関から買入れた株式」の売却を円滑に進めてきた経験を踏まえて、当分の間、以下のとおり、当該売却と同程度の規模（市場全体の売買代金に占める売却割合は 0.05%程度）で、保有するＥＴＦ等の売却を行うこととした。

１．ＥＴＦについては、年間 3,300 億円程度[3]のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。

２．Ｊ－ＲＥＩＴについては、年間 50 億円程度[4]のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う。

３．ＥＴＦ、Ｊ－ＲＥＩＴともに、上記の売却ペースのもとで、時期の分散に配慮しつつ、各銘柄の保有割合におおむね比例的なかたちで売却する。

日本銀行では、今後、ＥＴＦ等の処分にかかる受託者を選定したうえで、所要の準備が整い次第、処分を開始する予定である（「処分の指針」は別添）。

なお、ＥＴＦ等の処分を開始した後、上記の基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、売却ペースを見直すこともありうる。

以　　上

---

[3] 簿価ベース。2025 年３月末時点の時価に換算すると 6,200 億円程度であり、金融機関から買入れた株式の処分ペースとおおむね同額となる（東証プライム市場全体の売買代金に占める売却額の割合は 0.05%程度）。

[4] 簿価ベース。2025 年３月末時点の時価に換算すると 55 億円程度（東証ＲＥＩＴ市場全体の売買代金に占める売却額の割合は 0.05%程度）。

（別　添）

指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針

「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」（平成２５年４月４日付政委第４７号別紙３．）８．（３）に定める指数連動型上場投資信託受益権等の処分の指針については、以下のとおりとする。

１．処分の枠組み

指数連動型上場投資信託受益権および不動産投資法人投資口（以下「指数連動型上場投資信託受益権等」という。）の処分は、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却により行う。

２．売却方法

（１）指数連動型上場投資信託受益権等の売却ペース等については、次のとおりとする。

イ、指数連動型上場投資信託受益権については、売却時期の分散に配慮しつつ、年間 3,300 億円程度（簿価ベース）のペースで売却する。

ロ、不動産投資法人投資口については、売却時期の分散に配慮しつつ、年間 50 億円程度（簿価ベース）のペースで売却する。

ハ、イ、またはロ、の売却ペースのもとで、保有する指数連動型上場投資信託受益権等の各銘柄を、その保有割合に概ね比例的なかたちで売却する。ただし、不動産投資法人投資口の毎営業日における銘柄毎の売却口数については、各銘柄の市場流動性を考慮して上限を設定する。

（２）受託者は、（１）に定める売却ペース等のもとで、指数連動型上場投資信託受益権等の市場等の状況に応じ、日本銀行との間であらかじめ定めた一定の範囲内で売却額の一時的な調整を行うことができる。特に、指数連動型上場投資信託受益権等にかかる価格指数が著しく下落した場合には、売却の一

時停止を行うことができる。

（附則）

この指針は、総裁が別に定める日から実施する。

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

（図表 1）　内閣府「国民経済計算」

（図表 2）　財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」「実質輸出入の動向」

（図表 3）　経済産業省「鉱工業指数」

（図表 4）　財務省「法人企業統計季報」

（図表 5）　日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

（図表 6）　内閣府「国民経済計算」

（図表 7）　国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

（図表 8）　内閣府「国民経済計算」

（図表 9）　日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、総務省「労働力調査」

（図表 10）　厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」

（図表 11）　内閣府「国民経済計算」、日本銀行「消費活動指数」

（図表 12）　内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」

（図表 13）　総務省「消費者物価指数」

（図表 14）　総務省「消費者物価指数」

（図表 15）　日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」「全国企業短期経済観測調査」、QUICK「QUICK 月次調査＜債券＞」、日本経済研究センター「ESP フォーキャスト」

（図表 16）　国土交通省「都道府県地価調査」

（図表 17）　各国政府・中央銀行等、欧州委員会

（図表 18）　ブルームバーグ社

（図表 19）　ブルームバーグ社

（図表 20）　日本銀行、日本相互証券、ブルームバーグ社

（図表 21）　ブルームバーグ社

（図表 22）　日本相互証券

（図表 23）　日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」

（図表 24）　ブルームバーグ社

（図表 25）　日本銀行、国際決済銀行

（図表 26）　国際決済銀行

（図表 27）　日本銀行「貸出約定平均金利の推移」

（図表 28）　日本銀行・証券保管振替機構「短期社債等平均発行レート」

（図表 29）　日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

（図表 30）　日本銀行「貸出・預金動向」

（図表 31）　証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」

（図表 32）　日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

（図表 33）　東京商工リサーチ「倒産月報」

（図表 34）　日本銀行「マネタリーベース」

（図表 35）　日本銀行「マネーストック」

（図表 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」