2025. 3. 21

【日銀金融政策決定会合（25 年 3 月）】

米関税政策への不透明感高まるなかすえ置き

～今後の舵取りも関税政策次第で振れやすい～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **3 月 18、19 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。トランプ政権の関税政策に関する不透明感が高まっており、4 月 2 日には「相互関税」の詳細発表を控えるなか、今回あえて動かなければならない理由は乏しかった**
- **植田総裁は会見で、関税政策はまだ定量的に把握できる段階ではないが、4 月の展望レポートでは「ある程度消化できる」との見通しを示す。一方、春闘の第 1 回回答集計結果は予想比強めとの評価で、上下両方向のリスクを均等に見極めていくスタンス**
- **今後は 7 月と 12 月に 2 回の追加利上げを実施し、1%まで政策金利を引き上げるとの予想を維持**

1．大方の予想通りすえ置き

3 月 18、19 日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。前回 1 月の会合で利上げを実施したばかりで、ましてやトランプ政権の関税政策に関する不透明感が高まっているおりである。4 月 2 日には「相互関税」の詳細発表を控えており、そのわずか 2 週間前にあえて動かなければならない理由は乏しかった。すえ置きは大半の市場関係者が予想していた通りである。

景気判断は「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」で、マイナス金利を解除した昨年 3 月以降、これで 1 年間（9 会合）同じ判断が続いている（図表 1）。個別項目別の判断も、1 月に続き、2 会合連続ですべてが変更なしであった（図表 2）。先行きの見通しも、個別項目含め 1 月の展望レポートと書きぶりは同じで、経済・物価動向が日銀にとって「オントラック」であることが公表文上からも確認できる形となった。

（図表 1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備　考
22 年 4 月 28 日	基調としては持ち直している	→	
22 年 6 月 17 日	基調としては持ち直している	→	
22 年 7 月 21 日	持ち直している	↑	4 会合ぶりの上方修正
22 年 9 月 22 日	持ち直している	→	
22 年 10 月 28 日	持ち直している	→	
22 年 12 月 20 日	持ち直している	→	
23 年 1 月 18 日	持ち直している	→	

23年3月10日	持ち直している	→	
23年4月28日	持ち直している	→	
23年6月16日	持ち直している	→	
23年7月28日	緩やかに回復している	↑	1年ぶりの上方修正
23年9月22日	緩やかに回復している	→	
23年10月31日	緩やかに回復している	→	
23年12月19日	緩やかに回復している	→	
24年1月23日	緩やかに回復している	→	
24年3月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	↓	22年3月以来の下方修正
24年4月26日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年6月14日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年7月31日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年9月20日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年10月31日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年12月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年1月24日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年3月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表2）個別項目の判断

項　目	2025年1月	2025年3月	方向性
海外経済	総じてみれば緩やかに成長している	総じてみれば緩やかに成長している	→
輸出	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
鉱工業生産	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
企業収益	改善傾向にある	改善傾向にある	→
設備投資	緩やかな増加傾向にある	緩やかな増加傾向にある	→
雇用・所得環境	緩やかに改善している	緩やかに改善している	→
個人消費	物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある	物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある	→
住宅投資	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
公共投資	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
金融環境	緩和した状態にある	緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	緩やかに上昇している	緩やかに上昇している	→

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

２．現時点で関税政策は評価できず

唯一変化があったのはリスクバランスのパラグラフである。「リスク要因をみると、各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など、わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い」と、下線部が新たに追加された。トランプ政権の関税政策を意識したのは一目瞭然である。植田総裁は会合後の定例会見でこの点について問われ、「*関税の及ぶ範囲とか決定のスピードのようなものが急速に広がったり、上昇していると感じています*」と、下振れリスクが高まっているとの認識を示した。そのうえで、「*経済見通しにどういう影響を及ぼすかということを精査して政策を決めていくというスタンスに変わりはございません*」と、今後も金融政策のかじ取りにあたり重要な要素になるとのスタンスを再確認した。

国内要因で最も重要な要素となる賃上げ動向については、「*春闘の第1回集計結果は、見通しの中の強めのと*

ころに落ち着いた」と、こちらは予想よりも上振れているとの認識を示した。記者からは、「国内要因による物価上振れリスクと海外要因による下振れリスクのどちらをより重視する、もしくは懸念する局面と考えるか」と、両者のバランスを問う質問が出されたが、植田総裁は後者について、政策の詳細が明らかになっていないことから「*定量的にうまく把握できるという段階では必ずしもないように思います*」と、現時点で評価はできないとした。ただ、「*4 月の初めにはある程度のところが出てくるかもしれないという状況ですので、次回の決定会合で展望レポートがありますが、そういう中ではある程度消化できるかなと思っています*」と、4 月末の次回会合で示す展望レポートではある程度評価が可能になるとの見通しを示した。

一方、国内では賃金と物価の好循環が回り続けていると評価したうえで、一部の政策委員からは「*物価の上振れリスクについても引き続き注意したいという発言もあった*」とし、「*それも意識しながら次回会合以降両方の側面を的確に見極めて判断を続けていきたいと思っています*」と、当面は上下両方向のリスクを均等に見極めていく姿勢を示した。

なお、別の記者からは、「見通し達成の確度が 1 月から変化したか」と、違う角度から見通しの変化を問う質問も出されたが、ここでの回答も基本的には同じで、賃金は確かに「*オントラックのなかでも強め*」だが、米国の政策は簡単に判断できないので、4 月以降政策の内容がもう少し明らかになった時点で見通しを再検討すると述べ、確度の変化も判断できないとのスタンスであった。

３．関税と賃上げの影響の見極め方

4 月の展望レポートにおける関税政策の評価が次なる注目点になりそうだが、影響の見極め方について問われた植田総裁は、「*経済・物価が総合してどういう影響を受けるかということは、かなり先にならないとわからない*」と述べたものの、「*政策がどう動くかとか、マインドの変化というあたりはある程度早めに分かる部分もありますので、それからその先の姿がどうなるかということはある程度見通しがつく面もあると思いますので、手遅れにならないようにそこは配慮して進めていきたい*」と、経済・物価への影響が明らかになる前でも、金融政策を動かすことは可能との考えを示した。

賃上げの影響の見極めについては、「*これが今後どれくらいの広がりを見せていくかというところが 1 点*」と述べ、「*こうした賃金の強い姿が価格にどれくらい転嫁されていくか*」と、これまでと同様のスタンスを繰り返すにとどめた。ただ、この点についての不確実性も高い。賃金と物価の好循環が持続するためには、実質賃金がある程度安定的にプラスの状態を維持し、個人消費が堅調に推移することが前提になると考えられる。しかし、昨年の高い賃上げ率がフルに反映された後の 1 月の毎月勤労統計（速報）でも、実質賃金は前年比▲1.8%と 2%近いマイナスである。昨年を上回りそうな 2025 年の賃上げ率の下でも、物価がかなり下がらないことには、実質賃金のプラス基調は維持できない可能性が高い。当研究所は、3 月 17 日付レポート「春闘賃上げ率は 5.3%を予想、非製造業が牽引」において、当面の間、実質賃金がプラス圏に浮上するのは賞与月のみとの試算を示している。実質賃金の中長期的なトレンドは生産性に規定される部分が大きいが、生産性の押し上げは金融政策の役割ではない。2026 年まで射程を伸ばしても、賃金と物価の好循環が実現したと言い切れるまでの状態にはなかなか至らないと見ており、正常化路線の足かせとなろう。

４．絞り切れない中立金利の水準

政策変更がなかった会合と言うこともあり、記者からは今回さまざまな質問が出されたが、中には「物価目標が間違っているから政策変更が遅れているのではないか、そもそも物価目標導入の際には日銀は抵抗していたはずだ」と、そもそも論を問う質問もあった。これに対し植田総裁は、「*2%の目標ですけれども、私としては経緯、理由は別として、現在それの持続的達成を目標としている中では、それをまず達成することが中長期*

的な日本銀行のクレディビリティを確保するために重要だというふうに思っております。そのうえで将来どこかの時点で目標を再検討するということもなきにしもあらずと考えています」と、必ずしも 2%の目標を金科玉条のように捉えているわけではなく、将来的な見直しもありうるとの興味深い考えを示した。

この質問を含め、今回の会見では、利上げが早すぎるのではないか、逆に遅すぎるのではないかという、両方向からの質問が出ていたのが特徴的だった。日銀が現在置かれている微妙な情勢を反映していると言えよう。また、日銀自身、中立金利の水準はよくわからないとの立場であり、感覚的なものを含め、人によって中立金利への見方が分かれている点も意見が分かれる背景にあると考えられる。

記者からは、「中立金利の水準は絞り切れないとしているのに、その近辺に到達する時期は明言できるのはなぜか、日銀の推計値の上限近辺に実際の中立金利があったら今の利上げペースだと間に合わないのではないか」との趣旨の質問も出された。植田総裁は、「*なかなか絞り切れていないという点は変わっていません。そうしたなかで私どもの進み方としては、金利を何回か上げてきているわけですが、それによって経済・物価にどういう動きが出るかというのを確かめつつ、その反応を見ながら中立金利のあるべき場所もできれば絞りつつ、その後の適切な政策につなげていければ*」と、実際の政策運営のなかで見定めていくしかないとの姿勢を繰り返した。

個人的には、実際の中立金利の水準が、日銀自身が名目ベースの中立金利の下限と推計する 1%近辺にある可能性は否定できないとみている。中立金利の水準を政策金利の水準が下回って初めて金融緩和効果が働くが、過去 25 年間の金融緩和策の利き方がきわめて弱かったこと、また、伸び悩む実質賃金は潜在成長率の低さを示唆しており、これも長期的には中立金利の水準と近い推移をたどると考えられるためである。1%を超える水準への政策金利の引き上げはかなり慎重に進める必要があるかもしれない。

なお、上昇を続ける長期金利の評価については、「*通常の価格形成とは異なる形で急激に金利が急上昇するというような例外的なケースでは、市場における安定的な価格形成を促すという観点から機動的なオペをやるということもありうるということを去年の 7 月に決めたところでございます。現状はそうした状況ではないというふうに考えています*」と、現状はあくまで市場における通常な価格形成の範疇であり、金利上昇を抑えるための介入は不要との見方を示した。

５．次なる利上げ時期は関税政策次第

今のところ、次なる利上げのタイミングは7月との予想を変える必要はないと考えている。現時点で、米国経済の減速が明らかになっているわけではない。雇用統計をはじめとした各種ハードデータは底堅い。企業や家計の心理を示すソフトデータは軒並み軟化しているが、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、「ここ数年、消費動向の予測にはセンチメント指標はあまり有効ではなかった」と、ソフトデータへの過度な懸念は不要との見方を示している。

トランプ政権の経済政策運営への不透明感がきれいに晴れることはないと考えられるものの、今後数ヵ月で各国との交渉が進めば、多少なりとも和らぐとの期待はできなくはないだろう。そうしたなかで、このまま米経済が持ちこたえることができれば、夏場までには追加利上げに向けた環境は整ったとの判断が可能になるとみる。関税政策の内容と金融市場の落ち着き方次第では、6 月に前倒しの可能性もなきにしもあらずだが、4 月はさすがに難しいだろう。参院選の政治日程も少なからず影響する可能性はあるものの、日銀にとっては幸いというべきか、現状金融政策は大きな政治テーマではない。政権内で、日銀の正常化路線に拒否反応を示す向きは多くない。

妥結賃金の個別企業の給与への反映が進むなか、日銀自身が名目ベースの中立金利の下限と推計する 1%までは比較的スムースに利上げを進めると予想する。年内には到達する可能性を見込む。ただし、実質賃金が伸び

悩むなか、個人消費の回復スピードも鈍く、賃金と物価の好循環が軌道に乗ったのかが判然としない状況が続く下で、その後はしばらくすえ置きが続く可能性が高いとみる。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。
●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411