2025. 1. 20

日銀の１月利上げが確実な情勢に
～利上げ局面での円滑なコミュニケーションが課題～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **日銀の氷見野副総裁と植田総裁が 2 日連続で「利上げを行なうかどうか議論」と述べたことで、1 月 23－24 日の金融政策決定会合で追加利上げが実施される可能性が高まった**
- **先月以降の日銀からの情報発信はややちぐはぐな面も目立つが、長らく経験のなかった利上げ局面だけに、試行錯誤のうえコミュニケーションの経験を積んでいく必要がある**
- **日銀は基本的に慎重なペースでの利上げを志向すると考えられるが、トランプ新大統領の政策で大きくドル高円安が進めば、早期の追加利上げに追い込まれる可能性も**

１．１月利上げがほぼ確実に

日銀の氷見野副総裁と植田総裁が 1 月 14 日、15 日と 2 日連続で「(来週の決定会合で) *利上げを行なうかどうか議論*」と述べたことで、金融市場では利上げの織り込みが一気に進んだ。方向性が定まっていないなら、あえて「利上げ」という言葉を用いる必要はない。常々、金融政策は毎回の決定会合の議論で決定すると強調している以上、利上げの示唆としては精いっぱいの表現と言ってよい。植田総裁は翌 16 日にも第二地方銀行協会が開いた会合で、「*利上げを行なうかどうかについて議論、判断したい*」とダメを押している。前日までの市場の利上げ織り込みが行き過ぎと考えるなら、言い方を変えていたはずである。よほど不測の事態が起きない限り、今週末 23－24 日の決定会合では利上げが実施される可能性が高まった。政府サイドからも牽制めいた情報発信はない。赤沢経済再生相は 14 日の氷見野副総裁の発言を受け、同日の閣議後会見で、日銀の利上げと政府のデフレ脱却目標に矛盾はないと述べた。すでに政府のゴーサインを取り付けていると考えられる。

そもそも、先月 9 日に、氷見野副総裁の金融経済懇談会が 1 月 14 日に設定されたとの報道が流れた時点で、1 月の利上げは有力な情勢となっていた。日銀として「その気（1 月利上げ)」がないのであれば、あえて決定会合の直前に設定するという思わせぶりなスケジューリングをする必要はなかったはずである。この報道を市場がどう受け止めるかを見越したうえでの情報発信である可能性が高かった。ただ、12 月 19 日の定例会見における植田総裁の、「(利上げまでに) *もうワンノッチ欲しい*」との発言内容がハト派的だと受け止められたことで、いったん市場の 1 月利上げ織り込み確率は低下した。筆者は会合後のレポートで、「この発言からワンノッチの幅はわからず、1 月末の次回会合までに得られるデータで十分埋まるレベルかもしれない。また、あくまで今回 12 月の利上げ見送りの理由であり、次回以降の金融政策への示唆を与える発言ではないように聞こえた」と書いたが、そのとおりになったようだ。

氷見野副総裁自身、14 日の金融懇談会終了後に行われた記者会見で、懇談会が次週の決定会合に関する示唆

を与える場であったことを事実上認めている。氷見野副総裁はこう述べた。「***政策委員の講演が一度に固まったり、ばらばらになったりする、というのが非常に評判が悪いので、均等にしようということのわけで、ところが 1 月というのは非常にやりにくくてですね、1 月最初の週に地元の経済界の方に集まっていただくというのはちょっと迷惑ですし、来週になるともう決定会合の週ですし、その後になると、今更何を言いに来たということにもなりかねませんので、今週にならざるを得なかった***（下線部筆者）」。重要なのは下線部で、懇談会を金融政策と関連付けたくないなら、「今更何を言いに来た」というタイミングでも日銀にとって全く問題なかったはずである。むしろ決定会合後の方が市場に余計な波風を立てるリスクが小さいという意味で望ましかったとも言える。今回のタイミングを考えれば、懇談会の出席者は当然、次週の金融政策へのヒントを期待する。最初からそれに応える意図があったということを、はからずも吐露した発言に見える。

２．今後のコミュニケーションが課題に

植田日銀は、しばしば政策委員の講演を次なる一手の情報発信の場に用いている。直前の総裁発言のニュアンスと異なる場合がままあり、コミュニケーション技術に改善の余地ありというところかもしれないが、今回の経緯から見て、政策委員の講演会は次回以降、市場からいっそう高い注目を集めることになるだろう。

いくら個人的な意見と断っても、市場は日銀としての方針と受け止めがちなので、中には独自の意見を言いにくくなると考える委員もいるかもしれない。講演会の結果、市場が織り込んだ結果が決定会合における実際の決定と異なった場合、日銀としては不本意かもしれないが、コミュニケーション不足との批判が集まることになる。氷見野氏は会見で、政策委員の講演が一度に固まることが問題だとしたが、固まった方がそれぞれの委員が独自の意見を述べても問題視されにくいという利点もあった。日銀の場合、元々米連邦準備制度理事会（FRB）ほどメンバーが個人の立場を強調することはなく、特に最近はリフレ派が減少したことで、意見の散らばりはより小さくなっており、大きな問題ではないかもしれない。それでも、各委員は個人的な意見と日銀としてのスタンスのバランスに神経質にならざるを得ないだろう。

氷見野副総裁は今回、「*金融政策の運営を巡っては、多くの方々から、丁寧なコミュニケーションに努めるように、とのご意見をいただいています*」と述べ、その考え方についてある程度時間を割いて説明している。強調したかったのは、事前に完全に市場に織り込ませることを期待すべきではないという点だったようだ。氷見野副総裁は、「***多くの中央銀行は、ゼロ金利制約から自由になった 2022 年の段階でフォワードガイダンスを取りやめました***」とし、「***フォワードガイダンスの時代とは局面が変わっている***」ことから、「***それぞれの決定会合の時点までに手に入ったデータの全体像をよく見て、会合ごとに判断していく***」と、会合ごとの判断であることを改めて強調した。従って、「***毎回の金融政策決定会合の結論について、事前に市場に完全に織り込んでもらえるようにコミュニケーションをとるべきだ、ということにはなりません***」と釘を刺している。今回で言えば、トランプ氏の就任演説と、会合 2 日目の朝発表される 12 月の全国消費者物価指数までしっかり見極めて判断するとのスタンスである。

日銀自身、6 月に公表文からフォワードガイダンスを削除した際は、市場の過剰反応を恐れてか、理由をはっきり説明していなかった。今になって強調するのもコミュニケーション上どうかと思わなくもないが、確かに、市場が先行きの金融政策の方向性を与えられることに慣れすぎた面はあるだろう。氷見野副総裁は一方で、「***金融政策が意図してサプライズを起こすことは、危機時などパーセプションを大きく転換すべき場面を除き、望ましいことではありません***」と述べている。黒田日銀は、特に前期はたびたび意図的なサプライズを狙ったが、金融緩和だったから許された手法でもある。日銀が持続的な利上げ局面を経験するのは、福井元総裁の下で 0.5%まで上げた一時期を除けば、もはや遠い昔の話である。利上げ下のコミュニケーション手法は、植田日銀が独自に経験を蓄積し、開発していかなければならないとも言える。今後も試行錯誤が続くなかで、市場の波

乱要因になる場面があるかもしれない。

３．引き締めに傾いた背景に円安

日銀がここへきて利上げ実施へとスタンスを明確化させる方向に舵を切った要因として最も大きいのは、為替相場における円売り圧力と考える。もし今回も利上げを見送った場合、次回の３月決定会合までに約２ヵ月空くことになる。日銀としては、早期に 160 円/㌦台に向かうリスクを意識せざるを得なかった。

経済・物価見通しが引き続き「オントラック」なのも間違いないところである。氷見野副総裁は春闘の見通しについて、「*足元で得られた情報でどうかということであれば、12 月の時点で得られた情報に比べれば、あるいは支店長会議であれ、新年の要人の発言であれ、また 12 月末にいろいろ出たアンケート調査の結果であれ、比較的前向きの、去年と比べて前向き度が同じか強いくらいのものが多かったということは言えると思います*」と、昨年末よりも前向き度が強まったとの認識を示した。翌日は植田総裁も同様のコメントで続いている。米経済についても、「*少なくとも米国経済は当面強いパフォーマンスが続くとの見方が多く、下方リスクに焦点が当たっていた昨年 8 月ごろとはだいぶ様子が変わってきたように思います*」と、改めてダウンサイドリスクの低下を強調した。結果、「*今のところ見通し通りに進んでいく確度というのは、徐々に高まってきているというふうに受け止めております*」との認識である。見通しがオントラックと言いつつ、これ以上、利上げを見送り続ける説明の方が逆に苦しくなりつつある段階に差し掛かっているとも言える。

４．1%まで利上げ実施へ

利上げ幅は 0.25%で、利上げ後の政策金利は 0.5%になると考えられる。筆者はその後、2025 年中に 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予想する。堅調な米景気や国内の高めの賃上げ等を背景に、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可能性を見込む。もっとも、11 月の全国消費者物価指数におけるサービス価格の伸びは前年比＋1.5%で、必ずしも賃金上昇との正の循環が明確に見えるまでには至ってない。一方で、高めの伸びとなっている財価格（11 月：同＋4.1%）は、原油等の一次産品価格が比較的落ち着いた推移が続いていることから、コストプッシュ圧力の緩和とともになお低下の余地がある。ちなみに世界銀行は、昨年 10 月 29 日に公表した「一次産品市場の見通し」において、2025 年の一次産品価格指数は 99.0（前年比▲5.1%）と、2020 年以来 5 年ぶりに 100 を下回るとの見通しを示している。もちろん為替相場次第の面もあるが、サービス価格が今後緩慢な上昇ペースをたどるとしても、財の鈍化ペースが上回る可能性が高く、食品とエネルギー価格の高騰がなければ、2025 年後半のコア CPI は再び 2%を割り込む場面がありうるとみる。賃金と物価の好循環が軌道に乗ったのかが断言できる状況には至らない中で、金融政策正常化のペースも緩慢なものにならざるを得ず、1%がそのままターミナルレートになる可能性もあるとみている。

５．トランプ新大統領の政策は不透明要因

一方、トランプ新政権の経済政策のかじ取りは引き続き不透明要因である。氷見野副総裁は、「*トランプさんの演説も見て*」、1 月の最終判断に結び付けるとしている。日本時間の 21 日未明に、トランプ大統領の就任式が予定されている。第一次政権時の就任演説はいわゆる「忘れられた人々」への言及などが中心で、経済政策については、保護主義を強調したものの特段具体策への言及はなかった。ただ、今回も同じとは限らない。当時は、当選自体が陣営にとってビッグサプライズで、経済政策も十分練られていなかった点は否定できなかった。今回はすでに就任前から、関税政策を中心にかなり踏み込んだ情報発信を行なっている。たとえ就任演説が穏当な内容に終わったとしても、それで一段落ではない。トランプ氏は「就任初日だけ独裁者になる」と述べて

いる。初日に全部終わるかどうかはともかく、できるだけ早期に看板政策の発表を進める姿勢を示したものとみられる。大幅かつ広範な関税付加や、不法移民の大量送還等、インフレを想起させる政策の連発で大きくドル高円安が進めば、日銀が早期の追加利上げに追い込まれる可能性はある。

６．コメ価格上昇で物価見通しは上方修正か

展望レポートの経済・物価見通しでは、このところのコメ価格の高騰などを受け、2024 年度のコア CPI（生鮮食品を除く総合指数）の伸び率が前年比＋2.5%から同＋2.6%まで小幅上方修正されるとみる（図表）。2025 年度の夏場以降はこの反動が押し下げ要因になる可能性があるが、一方で根強い円安による輸入物価の上昇や、政府による電気・ガス料金の負担軽減策の反動が押し上げ方向となるため、2025 年度も＋1.9%から＋2.0%に上方修正されるとみる。

(図表)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	24年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	24年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	24年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	24年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2024年度	実質GDP	1.2	0.8	0.6	0.6	0.6
	コアCPI	2.4	2.8	2.5	2.5	2.6
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
	コアCPI	1.8	1.9	2.1	1.9	2.0
2026年度	実質GDP	–	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	–	1.9	1.9	1.9	1.9

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

リスクバランスは微妙である。10 月展望レポートにおけるリスクバランスは、「経済の見通しについては概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、2025 年度は上振れリスクの方が大きい」だった。経済については引き続き上下バランスが有力である。物価については、今回利上げを行なうことを理由にこれを上下バランスに戻せば、次回利上げがかなり先であることを示すわかりやすいメッセージとなる。ただ、コメのほかにも再び上昇圧力を強めつつある食品価格や、トランプ大統領の政策の不透明感、為替相場に置ける円安圧力等を勘案すれば、上振れリスクが維持される確率がより高いと見ている。

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