

2025. 12. 22

## 【日銀金融政策決定会合（25年12月）】

### 予想通りの利上げだが会見はややハト派的 ～為替相場安定なら追加利上げの余地は大きくない～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

#### ポイント

- 12月18日、19日に開催された日銀金融政策決定会合では、25bpの利上げが実施された。植田総裁にとっては任期を半分弱残した時点で自身4度目、累計0.85%の利上げとなる
- 公表文では、利上げ後も「実質金利は大幅なマイナス」、「きわめて低い」とし、利上げ継続の姿勢をにじませた。ただ、植田総裁の会見からはそれほどタカ派的な姿勢はうかがえず
- 円安が収まらなければ、年明け以降、日銀が次回の利上げのタイミングを早めなければならなくなる可能性はあるが、為替相場安定なら追加利上げの余地は大きくないとみる

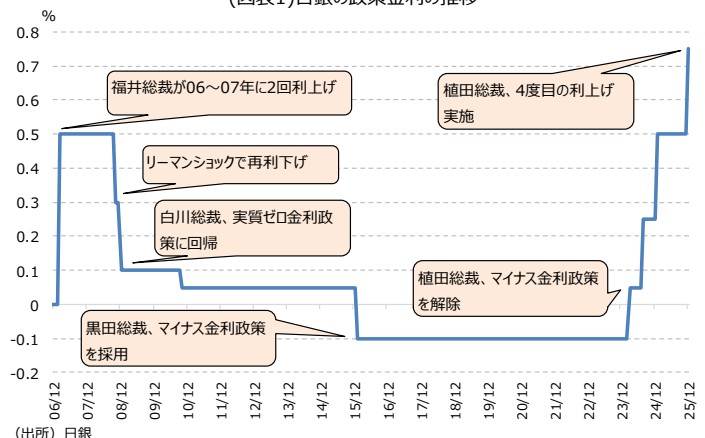
#### 1. 4度目の利上げに踏み切った植田総裁

12月18日、19日に開催された日銀金融政策決定会合では、予想通り25bpの利上げが実施された（図表1）。植田総裁が12月1日の名古屋における講演でかなり明確に示唆していたこともあり、直前の金融市場ではほぼ100%織り込まれた状態であった。

ハト派的イメージの強い植田総裁だが、任期を半分弱残した時点で自身4度目、累計0.85%の利上げである。日銀にはかつて、「利上げは勝ち、利下げは負け」という風潮のようなものがあった。これに従えば、過去5代の総裁が30年以上にわたり誰もできなかった「偉業」を植田総裁は成し遂げたことになる。

「平成の鬼平」と言われた6代前の三重野康総裁は計2.25%の利上げを実施したが、回数でいえば3回であり、回数だけなら植田総裁が上回る。戦後、一萬田尚登氏から前川春雄氏までの時代（1946～1984年）は制度上、利上げの回数自体が数えにくいのが、はっきり5回以上利上げできた総裁はおらず、最高の一萬田氏が約4回である。植田総裁がもう1回利上げを実施すれば、戦後初めてはっきり5回以上の利上げを実施した総裁として名を残すことになるかもしれない。

（図表1）日銀の政策金利の推移



#### 2. 公表文はややタカ派的

公表文における景気判断は、個別項目含め、前回 10 月から変わらなかった（図表 2、3）。ただ、先行きの見通しのパラグラフでは、前回までであった「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」との一節が削除された。「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、伸び悩む局面を挟まずに、「基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていく」という見方で、ここは上方修正である。

（図表 2）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	→	
25年5月1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6月17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	→	
25年9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10月30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	→	15会合連続で同じ表現

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表 3）個別項目の判断

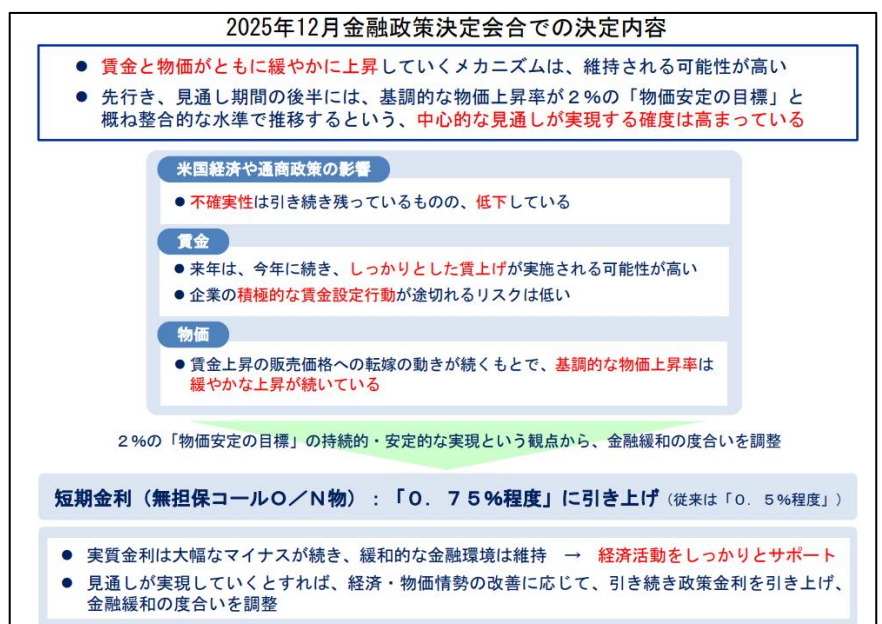
項目	2025年10月	2025年12月	方向性
海外経済	各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸出 鉱工業生産	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている	米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている	→
企業収益	製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している	製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している	→

設備投資	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	物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	→
個人消費			→
住宅投資	減少している	減少している	→
公共投資	横ばい圏内の動きを続けている	横ばい圏内の動きを続けている	→
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

一方、利上げ後も「実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持される」とし、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、『展望レポート』で示している経済・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」と、今後も金融政策の正常化路線が続くとの見通しが示された。こうしたスタンスは、会合後に日銀が「参考」として公表した1枚物の概要ペーパーでも強調されている(図表4)。

(図表4) 日銀が公表した今回の決定内容の概要



(出所) 日銀

### 3. 会見はややハト派的

公表文は利上げ継続に前向きだが、会合後の定例会見からは、必ずしもそうとは限らないという印象も受けた。出席した記者からは、当然追加利上げの余地を探る質問が相次いだ。植田総裁は「実質金利がきわめて低い」の意味について、「(中立金利の)推計値のある種下限にはまだ少し距離がある」と説明する一方、「中立金利の推計値は相当なばらつきがあります。その水準を前もって特定することは難しく、かなりの幅を持ってみる必要があるというふうに考えています」と、水準の絞り込みはできないとのスタンスを繰り返した。

記者からは、実質金利の水準がきわめて低く、大幅なマイナス圏にあるということであれば、常識的に考えればあと1回0.25%の利上げでは対処しにくいのではないかと質問も出された。植田総裁は明確な回答を避けたが、そもそも中立金利の水準がわからないということであれば、足元の金利水準の評価も、先行きのパスの見通しもきわめて不確実性が高い。利上げ回数という意味でも同じであり、今回の会合で日銀が複数回の利上げを示唆したと解釈するのは無理がありそうである。

植田総裁は中立金利の水準については、「今後とも短期金利の変化に対する経済物価の反応を点検し、中立金利の水準をそういうことから探りながら金融緩和の度合いを調整していく」と、現実の政策運営のなかで探っていくしかないとの考えを示している。日本の場合、実質中立金利がマイナス圏にある可能性も高く、現実の実質金利が大幅マイナスであっても、中立金利がはるか彼方にあるとは限らない。

植田総裁はこれまで、中立金利が「1~2.5%くらいの間に分布している」と説明してきた。12月4日の参院財政金融委員会では、「**現在はかなり広い幅でしか推計できていない概念だが、今後もう少し狭めることができたら適宜公表していきたい**」と述べた経緯もあることから、一時は日銀が今回の会合で中立金利の新たな推計レンジを公表するのではないかと観測も流れていた。日銀が推計の精度を高める努力を続けているのは事実だろうが、市場がこれをフォワードガイダンスの一種とみなしてしまうのであれば、今後も公表は難しい。むやみにコミュニケーションツールを増やすのは、情報発信にノイズが混じるもととなる。実際の政策金利の水準が推計値の下限を超えた段階で、下限を引き上げるといったことしかできないのではないかと。

会合後の為替相場は円安方向に振れたが、今回の会合では、先行きの金融政策に関しては、ある程度タカ派的なスタンスを取ることが予想されていたことも影響したとみられる。公表文が実質金利の低さを強調したのはその一環だったと思われるが、逆に言えばこの程度が限度だったのかもしれない。

#### 4. 必要だったのは政権の容認

植田総裁は、10月の会合以降、「春闘の初動のモメンタム」を確認する必要性をしきりに強調していた。そのせいもあり、公表文でも利上げの背景を説明するパラグラフで、賃金動向に関し行数を割いて説明している。賃上げ動向にそこまでこだわるのであれば、年明け1月末の会合まで待った方がより正確な状況が見えてくるし、待てない理由もなかったように思える。もっとも筆者は、高市政権の誕生とタイミングが重ならなければ、10月に利上げに踏み切っていた可能性が高いと考えていた。日米交渉の決着を機に、トランプ関税への不透明感が和らいだほか、株価も力強く上昇、円安も進むなど、10月末の前会合の時点で、すでに追加利上げに向けた環境は整っていた。賃上げ動向は、利上げ継続の是非を判断するにあたり、常に重要な判断材料には相違ないが、今回に関しては、「春闘の初動のモメンタム」云々は一種の方便であり、新政権の利上げ容認スタンスさえ確認できれば、直後の会合における利上げはある程度既定路線だったと考えている。

さらに1ヵ月以上利上げを先送りすることにより、円売りが加速するリスクを無視できなかったという事情もあろう。高市政権が利上げを容認するスタンスを取ったのも円安が理由だった可能性が高い。この点、政府と日銀は問題意識を共有している。経済対策に逆行する動きという評もあるが、高市政権の物価高対策が物価高を逆に加速させる可能性も囁かれているなか、日銀の利上げが経済対策の邪魔になるわけではない。

#### 5. 為替相場安定なら追加利上げの余地は大きくない

従って、今後も円安が収まらなければ、年明け以降、日銀が次回の利上げのタイミングを早めなければならなくなる可能性はある。どのみち為替相場は日銀よりも米連邦準備制度理事会（FRB）のかじ取り次第の面が大きいが、この点、11月の米国のCPIが市場の事前予想の前年比3.0~3.1%を大幅に下回る同2.7%にとどまったのは、日銀にとっても朗報である。雇用市場もさらに軟化に向かうリスクが見え隠れしている（12月17日付レポート「[強弱入り混じる内容も、今後の不安材料が散見](#)」参照）。来年はトランプ大統領の人事の下で、米連邦公開市場委員会（FOMC）がよりハト派色を強める可能性が濃厚なこともあり、利下げが継続される確率が高まっている。

もし、これで当面円売り圧力が弱まるのであれば、日銀の追加利上げの余地は大きくないと考える。植田総裁自身、元々日銀ボードメンバーのなかではハト派寄りであり、政権の態度如何にかかわらず、中立金利の水準が近づけばより慎重な判断を心がける可能性が高い。この点についても植田総裁と高市首相のスタンスは大きく乖離しているわけではない。植田総裁は、前述のとおり現実の経済物価の反応を確認しつつ中立金利の水準を見極める姿勢を示しているが、金融政策が景気にフルに効き始めるまでは、場合によっては1年以上の時間がかかる。今年も結局1月に利上げして以降、6会合、足掛け11ヵ月にわたり政策金利をすえ置いてきたこと

を考えれば、次回も相当時間をかけるのではないか。

そうこうしている間に、消費者物価指数の前年比が 2%を割り込む可能性もある。直近 11 月の消費者物価上昇率の 6 割以上は食品が寄与する部分だが、その伸びが鈍化しつつある様子も確認されている（12 月 19 日付レポート「[コア指数、2 ヶ月連続の 3%台](#)」参照）。そうになると、来年後半は、「賃金と物価の好循環」が実現するかどうか、再び不透明感が増す展開も考えられる。来年の追加利上げはあと 1 回程度で、それがそのままターミナルレートとなる可能性は十分ありうる。

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：080-2298-8302

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