2025. 1. 27

【日銀金融政策決定会合（25 年 1 月）】

0. 25%の利上げ実施、次回は 7 月か

～基調的な物価上昇率の予想に上方修正バイアス～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

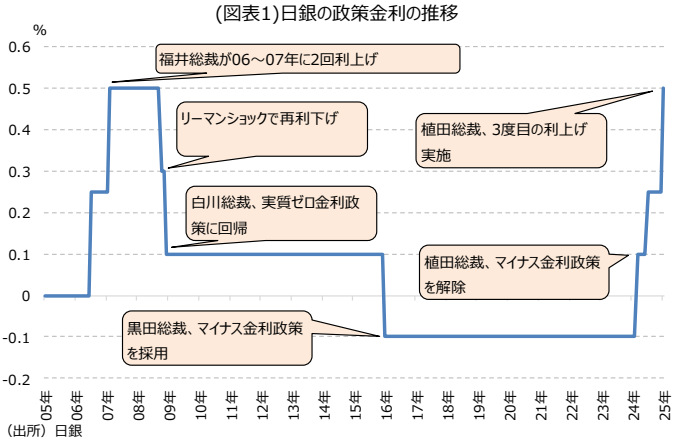
ポイント

- **1 月 23、24 日に開催された日銀金融政策決定会合では、直前の市場の織り込み通り、0. 25%の利上げが決定された。昨年 3 月にマイナス金利を解除して以来、3 回目の利上げとなる**
- **展望レポートにおける 2025 年の物価見通しが大幅上方修正された。植田総裁はこれがコストプッシュ的なもので、基調的な物価動向とは別物であることを強調したが、展望レポートからは、基調的な物価見通しにも上方バイアスがかかっている様子が確認できる**
- **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予想**

１．0. 25%の利上げを実施

1 月 23、24 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 0. 25%の利上げが決定された。昨年 3 月にマイナス金利を解除して以来、3 回目の利上げである。政策金利は 0. 5%に到達したが、これはリーマンショック直後の 2008 年 10 月以来、足掛け 17 年ぶりの水準となる（図表 1）。

(図表1)日銀の政策金利の推移



（出所）日銀

今回の会合は、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、市場における利上げの織り込みが一気に進んだ。12 月以降の日銀からの情報発信はずいぶん揺れた印象があるが、この間の経緯と分析については、先週 20 日に発行したレポート「日銀の 1 月利上げが確実な情勢に」で示したとおりである。日銀内にも経験者がいない、継続的な利上げ下でのコミュニケーションであり、今後も試行錯誤が続くことになるかもしれない。

なお、貸出増加支援資金供給については、予定通り本年 6 月末をもって新規の貸付を終了することとなった。またひとつ、金融政策正常化へのステップを踏んだ形である。

２．景気判断はすえ置き

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 3 月以降、8 回連続で同じ判断となった（図表 2）。一方、個別項目別の判断はすべてが横ばいであった（図表 3）。利上げを実施した一方、経済の見通しは上方修正していないが、後述のとおり上方修正バイアスがかかっている。

（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 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	→	

（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	2024 年 12 月	2025 年 1 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

植田総裁は会合後の定例会見で、従来から金融政策判断のポイントになると位置付けていた春闘の動向について、「*昨年に続きしっかりとした賃上げの実施が見込まれると判断しました。すなわち、今年も賃上げを継続するという企業の声が増加しているほか、支店長会議では、継続的な賃上げが必要との認識が、幅広い業種・規模の企業に浸透してきているという報告もありました。また、各種のアンケート調査でも、昨年の同時期対比で賃上げの実施を計画する先が増加していることを確認いたしました*」と、年明け以降、良好な結果になる可能性が一段と高まったとの認識を示した。もう一つのポイントである米国経済については、「*インフレ率が低下する下で、様々なデータを見ますと、経済がしっかりとしていると評価しました。また、今週トランプ大統領が就任し、政策の大きな方向性が示されつつありますが、その後も国際金融資本市場は全体として落ち着いていると判断しました*」と述べ、経済の見方については上方修正、そのうえで、懸念されていた就任演説後の市場の混乱がなかったことが、最終判断に至った理由だとした。

３．物価見通しを大幅上方修正

展望レポートの経済・物価見通しでは、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＋2.7％まで上方修正、2025 年度については同＋1.9％から同＋2.4％まで大きく上方修正された（図表 4）。

(図表4)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	25年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2024年度	実質GDP	0.8	0.6	0.6	0.5	0.6
	コアCPI	2.8	2.5	2.5	2.7	2.6
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
	コアCPI	1.9	2.1	1.9	2.4	2.0
2026年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

この点について、展望レポート本文では、「2025 年度にかけては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対して、米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押し上げ方向で作用すると考えられる。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、2024 年度と 2025 年度が、米価格の上昇に加え、このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、上振れている」と説明している。2025 年度の物価に政策の反動を見込む点は前回 10 月と変わらないが、それでも見通しが上振れた理由は、米価格と輸入物価との説明である。それにしても、0.5％もの大幅上方修正は予想できなかった。

一方で、物価のリスクバランスについては「上振れ」が維持された。前回 10 月は「2025 年度は上振れリスクの方が大きい」だったが、今回は「2024 年度と 2025 年度は上振れリスクの方が大きい」と、2024 年度も追加されている。物価予想の大幅上方修正にもかかわらず、なお上振れリスクが大きいとしたのはかなりタカ派的に見えるが、植田総裁は会合後の定例会見で、「*私どもの現在の見通しでは、とりあえずカレンダーイヤーで言って今年の半ばくらいまでの上方修正で、その後は落ち着いてくる*」と述べている。理由は、「*原因がコストプッシュ的なものであるから*」とのことである。この点、金融政策判断とのかかわりでより重要となる基調的な物価上昇率については、「*見通しに沿って緩やかに上昇し続けているという範囲にとどまっている*」と、あくまでオントラックだとの見方を示しいる。他の質疑応答の中では、「*除く生鮮の 24 年度と 25 年度の上方修正は、オントラックから少しずれている部分になります。上方にずれている部分ですから、ここがほとんど前回の見通し通りであってもオントラックということになって、つまり米価格上昇とかがなくても、おおむね前回の見通し通りに経済が進んでいるということ*」と述べ、物価見通しの上方修正が、基調的な物価見通しの予想とは別物であることを強調している。

ただ、基調的な物価上昇率の見通し自体、上方修正含みに見える。展望レポートでは「マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、

徐々に高まっていく」との従来の見通しの前に、「人手不足が高まるもと、」との一節が追加された。基調的な物価上昇率の上昇に繋がる材料がひとつ増えたことになる。今回の展望レポートでは、「人手不足」との言葉が一気に増えた。日銀は今回潜在成長率を「0%台後半」から「0%台半ば」へと下方修正しているが、植田総裁によればこの理由も「*人手不足であります*」とのことである。これが「日銀のターミナルレートなどを巡る議論に対して、一定の意味を持つ情報発信なのか」という質問に対しては明言を避けたが、労働需給のひっ迫が賃金上昇に結び付く可能性が高まったという意味では、追加利上げを急ぐ理由になるだろう。もっとも、潜在成長率が下がるのであれば、日本経済にとって必ずしも好ましい動きとは言えない。

４．リスク要因も上振れ方向

経済・物価のリスク要因の章で挙げられている項目、順番は前回から変わらなかったが（図表 5)、経済の第一のリスクである「海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向」のパートでは、前回「米欧では、経済の大幅な減速は回避されるとみられる」とされていた部分が、「米国経済は堅調に推移しており、同国の政策運営を巡る不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は全体として落ち着いている」と上方修正された。物価の第一のリスクである「企業の賃金・価格設定行動」のパートでも、前回 10 月はあった「上下双方向に不確実性が高い」との一節が削除されたことで、「企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化」という、上振れリスクを示した一節がより強調される書きぶりに改められている。

（図表 5）展望レポートにおける経済･物価のリスク要因

＜経済のリスク要因＞

	2024 年 7 月	2024 年 10 月	2025 年 1 月
第 1	海外の経済･物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済･物価情勢と国際金融資本市場の動向	海外の経済･物価情勢と国際金融資本市場の動向
第 2	資源･穀物価格を中心とした輸入物価の動向	資源･穀物価格を中心とした輸入物価の動向	資源･穀物価格を中心とした輸入物価の動向
第 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	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	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

＜物価のリスク要因＞

	2024 年 7 月	2024 年 10 月	2025 年 1 月
第 1	企業の賃金･価格設定行動	企業の賃金･価格設定行動	企業の賃金･価格設定行動
第 2	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

最後の金融政策運営のパートでも、前回 10 月の「そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある」という、米国経済への懸念を示す一文が削除された。総じて、展望レポートからは、日銀の経済見通しや、（基調的な）物価見通しに上方修正バイアスがかかっている印象を受けた。

５．今後の利上げペースはどうなるか

植田総裁は今後の利上げペースについて、「*緩和度合い調整のペースやタイミングについては、今後の経済物*

価金融情勢次第であって予断は持っていません」としたが、一方で「*基調的なインフレ率が上がっていくなかで、きわめて金融感は度合いが強い状況、金利が低い状況をあまり長期間続けますと、インフレ率が後になって急上昇する。そうすると、そこでものすごい急激な金利の引き上げを迫られることになりがちである*」と述べ、「*そうなってはコストの方が大きいので、まず経済の対応あるいは物価の情勢に合わせて、適宜利上げをしていくことは必要であると考えています*」と、今後も段階的に利上げを続ける方針を示している。潜在成長率の下方修正に絡み、成長率の加速が利上げの条件になるのかとの質問に対しては、「*成長率の動向というよりも、やはり特に物価の見通しが実現していくかどうか、その中でも特に 26 年度後半にかけて基調的なインフレ率が 2%に収束していくかどうか、この可能性が高まっていくかどうかという点を主なポイント*」とあくまで物価を重視する姿勢を示している。

基調的な物価見通し自体、前述のとおり展望レポートの書きぶりは上方修正含みに見える。市場でも、追加利上げ時期の予想を前倒しする向きが増えている。筆者の予想は元々市場平均よりもややタカ派的だったこともあり、今回の会合を受けての変更はない。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との見通しである。ただ、「日銀の 1 月利上げが確実な情勢に」でも述べた通り、賃金と物価の好循環が軌道に乗ったのかが必ずしも判然としない状況が続く中で、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。

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