

2025 年 1 月 24 日

特別勘定運用部

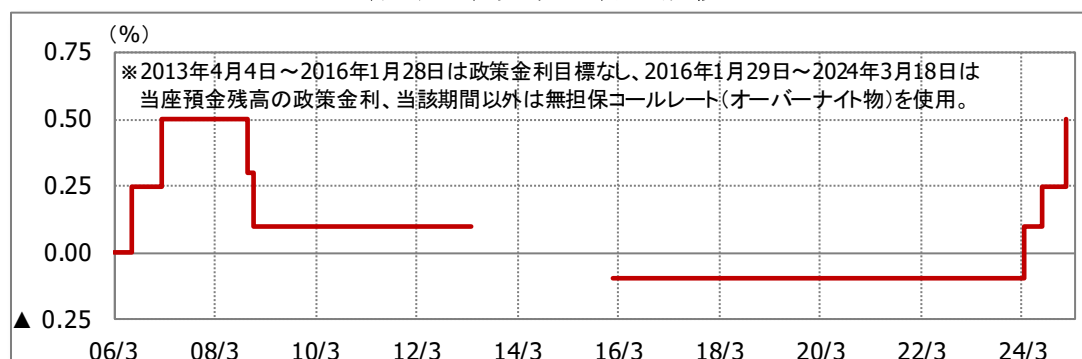
## 日銀は 0.5% への利上げを決定

- ◇ 日銀は 1 月 23・24 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利（無担保コールレート（オーバーナイト物））を 0.25% から 0.5% に引き上げることを決定しました。
- ◇ 公表された声明文や、会合後の植田総裁の記者会見では、経済・物価の見通しが想定通りに実現する場合には引き続き政策金利を引き上げる方針が示されました。
- ◇ 今後の利上げはインフレ圧力の持続性や利上げによる経済への影響等を見極めながら緩やかなペースで進められるとみられ、国内金利は目先、上昇余地は限定的と考えられるものの、インフレ圧力の持続性が確認されるにつれて、早期追加利上げ観測の高まりや市場で織り込まれる将来の政策金利期待の上方修正も想定されることなどから、国内金利は徐々にレンジを切り上げる展開が想定されます。

## 【日銀は 0.5% への利上げを決定】

- ・ 日銀は 1 月 23・24 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利を 0.25% から 0.5% に引き上げることを決定しました。
- ・ 日銀は公表した声明文で、賃金について、「本年の春季労使交渉において、昨年に続きしっかりと賃上げを実施する」といった声が多く聞かれている」とし、インフレについて「基調的な物価上昇率は、2%の『物価安定の目標』に向けて徐々に高まってきている」との認識を示したほか、「先行き、見通しが実現していく確度は高まってきている」との記載が加えられました。また海外経済の動向について、声明文では「様々な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」との認識が示され、こうしたなか「2%の『物価安定の目標』の持続的・安定的な実現という観点から、金融緩和の度合いを調整することが適切と判断した」とされました。
- ・ 今後の金融政策について、日銀は「『展望レポート』で示した経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて、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」との方針を示し、前回の展望レポートと同様の記載となりました。一方、展望レポートでは、「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」との文言は削除されたことから、日銀はインフレの持続性に対する確信を深めているものと考えられます。

(図表 1) 政策金利の推移



(出所) Bloomberg

(図表 2) 国内 10 年国債利回りの推移



(出所) Bloomberg

- ・ 展望レポートでは、成長見通しについては前回から概ね不変となりましたが、海外経済の緩やかな成長や緩和的な金融環境等を背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まり、「潜在成長率を上回る成長を続ける」との見通しが示されました。
- ・ またコアインフレ（消費者物価指数（除く生鮮食品））については、2024 年度から2026 年度の見通しがそれぞれ前回から引き上げられました。特に 2025 年度にかけては、「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」とされ、物価見通しのリスクバランスについても「2024 年度と 2025 年度は上振れリスクの方が大きい」と評価されました。

(図表 3) 2025 年 1 月の展望レポート(政策委員見通しの中央値)

	2024年度			2025年度			2026年度		
	今回	前回	変化	今回	前回	変化	今回	前回	変化
実質GDP 成長率	0.5%	0.6%	▲0.1%	1.1%	1.1%	-	1.0%	1.0%	-
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	2.7%	2.5%	+0.2%	2.4%	1.9%	+0.5%	2.0%	1.9%	+0.1%
消費者物価指数 (除く生鮮食品、 エネルギー)	2.2%	2.0%	+0.2%	2.1%	1.9%	+0.2%	2.1%	2.1%	-

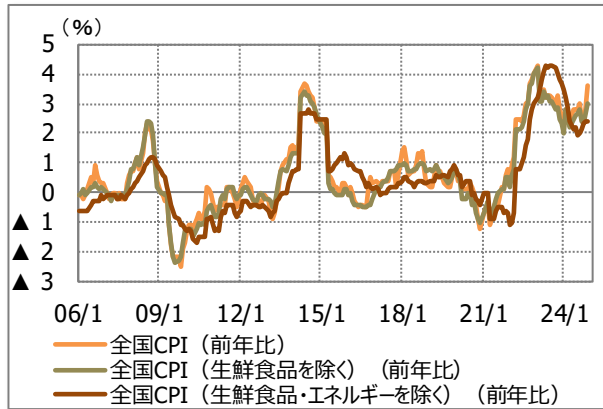
(出所) 日銀

## 【今後の見通し】

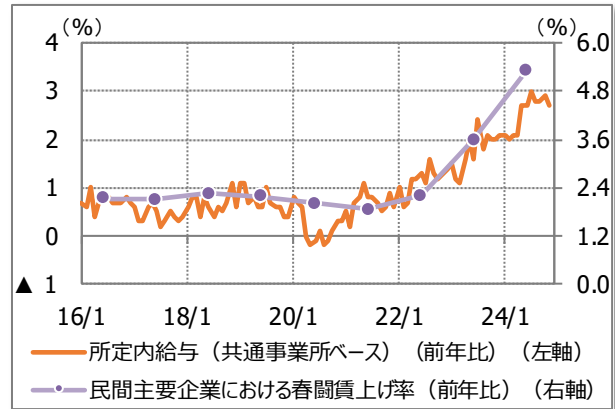
＜2%程度の緩やかなインフレの定着等を背景に、日銀は金融政策正常化を進める可能性が高い＞

- ・ 国内インフレはピーク時から低下しているものの、本日発表された 2024 年 12 月の全国 CPI では、電気・ガス補助金の終了に伴うエネルギー価格の上昇等を受けて、総合 CPI や生鮮食品を除く CPI の伸びは加速しました。また、物価の基調を示す 1 つの指標である生鮮食品・エネルギーを除く CPI は 2024 年半ば以降、食料価格（除く生鮮食品）の上昇や賃金上昇の転嫁等を背景に底打ちが明確化しつつあり、日銀の目標水準を概ね上回る推移が続いています。
- ・ また 2025 年についても、インフレ圧力が持続する可能性が高いものと考えられます。賃金上昇率は、高水準となった 2024 年度春闘賃上げ率等を反映して足元では 3%程度まで上昇しており、また連合は、2025 年度春闘の闘争方針策定に向けた基本構想で 2024 年と同水準となる「5%以上」の賃上げをめざす方針とし、人手不足等を背景に企業の賃上げ意識も変化していると考えられることなどから、現時点では 2025 年も高水準の賃上げ率は維持されるものと見込まれます。

(図表 4) CPI(前年比)の推移



(図表 5) 所定内給与・春闘賃上げ率の推移



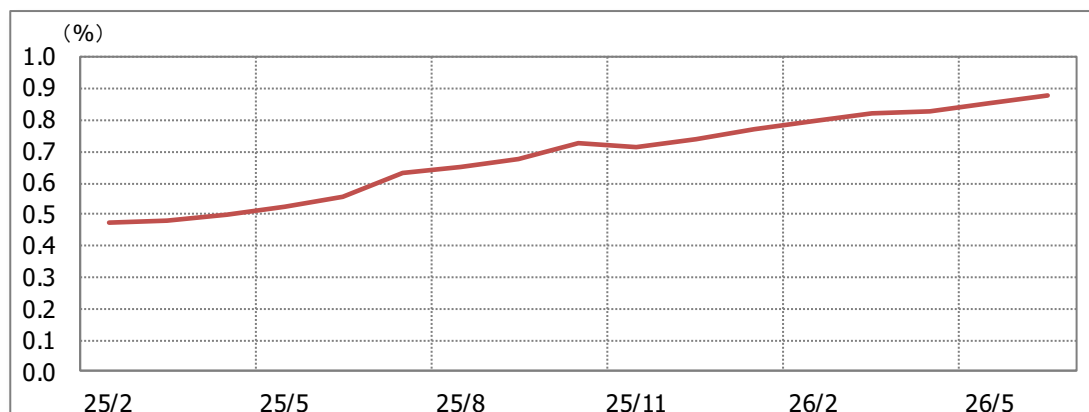
(出所) Bloomberg、厚生労働省

- ・ 米国においては、トランプ政権の政策を巡る不確実性の高い状況は当面継続するものと考えられ、植田総裁も記者会見で、トランプ政権の政策動向については「不確実性は残る」とし、今後「適宜見通しに織り込む」と発言しましたが、米国経済については底堅い実質所得の伸びなどを背景とした堅調な個人消費等により下支えされ、引き続き底堅く推移するものと想定されます。
- ・ 上記見通しのもと、インフレ圧力の持続性が確認されるにつれて、日銀は着実に金融政策正常化を進める可能性が高いものと見込まれます。

#### <日銀の利上げペースは緩やかとなるものと見込まれる>

- ・ 今後の利上げペースについて、植田総裁は記者会見で、「今後の経済・物価・金融情勢次第であり、予断をもっていない」と述べ、具体的な時期等は示唆されませんでした。
- ・ 一方、植田総裁は「今回の利上げの影響がどう出るのかを見極めつつ、今後の利上げのあり方を決めていきたい」との認識を示しました。また展望レポートにおけるコアインフレ(消費者物価指数(除く生鮮食品))見通しの上方修正についても、あくまでも供給側の要因であり、コストプッシュによる影響が大きく、「上方修正は 2025 年半ばまで」との見解を示し、基調的な物価上昇については緩やかである見通しとの認識を示しました。
- ・ そのため、日銀はインフレ圧力の持続性や利上げによる経済への影響、米国をはじめとする世界経済の動向等を慎重に確認しつつ金融政策正常化を進める可能性が高いものと見込まれることなどから、利上げペースは緩やかとなるものと想定されます。

(図表 6) 市場で織り込まれている政策金利(2025 年 1 月 24 日現在)



(出所) Bloomberg

<国内金利は目先、上昇余地は限定的と考えられるが、徐々にレンジを切り上げる展開が想定される>

- ・年初来、国内金利は、日銀の追加利上げ観測の高まりや海外金利の上昇等を受けて上昇しています。しかしながら、現在市場で織り込まれている次回利上げ時期は 2025 年後半となっており、想定される日銀の利上げペースと概ね整合的と考えられるほか、足元では為替市場において過度な円安進行懸念が後退していることなどから、当面は市場で織り込まれる日銀の利上げペースが大きく変化する展開は見込みづらいものと考えられます。
- ・また米国金利についても、トランプ政権の政策によるインフレ懸念は一定程度織り込みが進んだと考えられるほか、賃金上昇率の鈍化等を背景にデフレーションが継続する展開も想定され、大幅にレンジを切り上げる展開は見込みづらいことなどから、目先は国内金利の上昇余地は限定的と考えられます。
- ・しかしながら、植田総裁は記者会見で「毎回の会合で物価、経済、リスク要因と見通し実現の確度を随時アップデートし、適切に判断する」とのスタンスを示しており、市場では今後、四半期ごとに公表される展望レポートにおける経済・物価見通しに明確な下振れリスクがない場合等には、早期追加利上げ観測が高まる展開も想定されます。
- ・また今回の利上げを受けて、政策金利は前回利上げサイクル(2006～2007 年)のターミナルレート(利上げサイクルの最終到達点)である 0.50%に達したものの、植田総裁は記者会見で「中立金利はまだ相応の距離がある」との認識を示し、また「ある金利水準を壁として意識していることはない」と発言しました。
- ・市場における長期的な政策金利期待を示す 5 年先 5 年 OIS 金利は、2024 年 3 月のマイナス金利政策の解除以降、概ねレンジでの推移が続いています。しかしながら、賃金上昇や企業の物価設定行動の変化等を背景にインフレ圧力の持続性が確認されるにつれて、市場で織り込まれている日銀の長期的な政策金利期待は上方修正されるものと考えられることなどから、国内金利は徐々にレンジを切り上げる展開となるものと見込まれます。

(図表 7) 国内 10 年国債利回りと 5 年先 5 年 OIS 金利の推移 (2024 年 3 月 19 日以降)



(出所) Bloomberg

以上