

日銀金融政策決定会合：依然としてコミュニケーションに課題を残した日銀

要約

- 日銀は12月19日の金融政策決定会合で、政策金利を0.25%に据え置いた。金融市場での織り込みは進んでいなかったものの、アナリスト調査では現状維持と追加利上げの予想が拮抗していたことから一定程度は意外な結果になったといえる。
- 今回の決定会合は、植田総裁が利上げ時期のタイミングに言及した直後という特殊な環境下での開催となった。日銀として金融市場とのコミュニケーションが課題であると認め、総裁が追加利上げのタイミングに言及しつつも政策変更を見送ったことを踏まえると、日銀は追加利上げの判断にかなり慎重になっていることが窺える。
- 弊社では1月23日の会合で追加利上げがあるとの見通しを維持しており、1月9日の支店長会議で報告されるであろう賃上げ動向と、同14日の氷見野副総裁の講演が日銀としての考えを知る重要な機会となる。
- 公表された声明文は景気が概ね日銀にとって「オントラック（見通し通り）」であることが示唆され、その内容からは、利上げのタイミングが近づいたとのコミュニケーションの後になぜ政策が据え置かれたのかという理由は必ずしも明らかではない。この面からも、日銀のコミュニケーションの改善は道半ばであるといえる。

据置きと利上げのどちらであったにしても一定程度は意外な結果

日銀は12月19日の金融政策決定会合で、政策金利を0.25%に据え置いた（ただし、田村審議委員による政策金利の0.50%への引上げ提案は否決されている）。日銀の政策金利見通しを取引するOIS（Overnight Index Swap）市場では18日時点での利上げ織り込み率は12.2%と低かったものの、事前のブルームバーグ調査では52人のうち現状維持と利上げ予想がそれぞれ29人と23人と拮抗していた。据置き決定直後のドル円相場が155円台と円安に振れたことを踏まえても、市場もある程度は利上げの可能性を見ていたことが示唆されている。今回の結果は据置きであったものの、いずれの結果になっていたとしても一定程度は意外な結果になっていたといえる。

今回の会合は特殊な環境下での開催

今回の金融政策決定会合はある意味で特殊な環境下での開催であったといえる。図表1は今回の会合に至るまでの日銀からの情報発信を追ったものになる。日銀が11月6日に公表した9月の決定会合議事要旨では、日経平均株価の下落幅が過去最大となった8月5日の経験を踏まえ、驚きをもって受けて止められた7月の0.25%への追加利上げについて、市場とのコミュニケーションに課題があったことを議論していた。更に、11月30日の日経新聞では植田総裁が同紙のインタビューに応じていたことが報じられ、「（利上げ時期について）データがオントラック（想定通り）に推移しているという意味では近づいているといえる」と述べており、日銀総裁として利上げのタイミングに言及するという異例ともいえるコミュニケーションが明らかになった。日銀として金融市場とのコミュニケーションに課題があると認識し、更に植田総裁がそうした課題に呼応したとみられるような形でインタビューに応じたうえで、日銀は今回の会合に臨んだことになる。しかし、植田総裁が利上げ時期は近付いているとの認識を述べたうえで、政策委員会として今回は金利を据え置いたことになる。日銀としてどのような考えが背景にあったのだろうか。

図表1には次回1月23-24日の金融政策決定会合に至るまでの日銀からの情報発信も記している。1月9日には日銀支店長会議が開催され、その報告の中で2025年春闘がどのような感触なのかを日銀として企業からのヒアリングという形で確かめることが想定される。また同月14日には氷見野副総裁の講演が予定されており、日銀幹部として

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

春闘序盤をどのように評価しているのかを発信することになりそうだ。日銀としては次回の追加利上げの判断基準として春闘の動向が重要とみており、それを確認してから政策変更に動きたいとの意向が今回の政策据置き背景にあったのではないかと弊社では考えている。

図表 1：今回例会と次回例会までの日銀からの情報発信

日付	イベント	主な内容・重要となるポイント
11月6日	9月決定会合議事要旨	<ul style="list-style-type: none"> ・ <u>今後のコミュニケーション</u>について、ある委員は、今回の経験を踏まえると、追加的な利上げを行う局面では、政策スタンスを始め、市場との対話を従来以上に丁寧に行う必要があるとの見解を示した。 ・ 別の委員は、経済状況の進展などによって日本銀行の経済に対する見方に変化が生じ、市場の見方との間に齟齬が生じる可能性がある場合には、そのギャップを埋めるべく、可能な限り丁寧なコミュニケーションを行う必要があるとの見方を示した。 ・ 別の一人の委員は、今回の経験を踏まえて、期待や予測に重きを置いた政策判断をするのではなく、実体経済の変化の予兆や進捗を示して市場参加者・企業の理解を高めたうえで、データの実績に応じて金融政策を運営するスタンスを示し、理解の浸透を図ることが求められると述べた。 ・ ある委員は、長らく利上げを行っていなかったこともあり、言葉に対する日本銀行と市場の共通理解が薄れてしまっている面があり、市場とのずれが生じない発信、ずれが生じた場合の適時の修正等、コミュニケーションの改善に努めるべきであるとの見解を示した。
11月18日	植田総裁 (名古屋での講演)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融緩和の度合いの調整を実際にどのようなタイミングで進めていくかは、あくまで、先行きの経済・物価・金融情勢次第です。 ・ 毎回の金融政策決定会合では、その時点で利用可能なデータや情報などから、経済・物価の現状評価や見通しをアップデートしながら、政策判断を行っていく方針です。
11月30日	植田総裁 (日本経済新聞)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「(追加利上げの時期について) データがオントラック(想定通り)に推移しているという意味では近づいているといえる」 ・ 25年春闘がどういうモメンタムになるか、それはみたい ・ 米経済政策の先行きはクエスチョンマーク
12月5日	中村審議委員 (広島県での講演)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3月のときも7月のときも私は反対と申し上げたが、利上げをすることに反対とは言っておらず、利上げのしかたに対して反対したということだ。データの確認してから利上げをするので十分ではないか。
1月9日	日銀支店長会議	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2025年春闘に向けた企業に対するヒアリング調査
1月14日	氷見野副総裁 (神奈川県での公演)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 支店長会議を踏まえた日銀幹部としての春闘序盤の評価

備考：下線と太字はりそなホールディングスによる

出所：日本銀行、日本経済新聞社、りそなホールディングス

◎注意事項

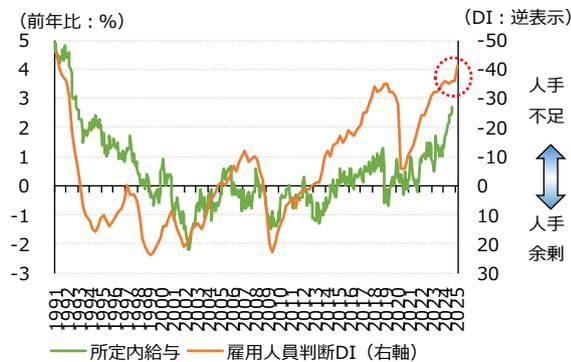
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

連合要求の5%以上の達成は予断を許さない 2025年春闘

上述の日銀から垣間見える姿勢を踏まえて2025年春闘を見通すと、連合が要求する5%以上の達成は予断を許さないと弊社では見ている。図表2～5は弊社がそのように考えている背景を示したものだ。賃上げについて明るい兆しを見れば、企業にとって深刻な人手不足が続いており、労働市場ではいわゆる売手市場が続くことから、賃金の伸びが順調になることが示唆されている。他方、賃上げについての弱気材料を見ると、コロナ禍以降は順調に増加してきた企業利益に足元で頭打ちの兆候が見えており、短観調査でも2024年度の利益見通しは慎重であり、更にインフレ率も物価高騰が深刻であった昨年度から見ればほぼ半減している。2024年春闘の賃上げ率は5.10%と1991年以来の高水準になったものの、これらの足元の動向を踏まえれば2025年春闘の賃上げ率は3～4%台程度と弊社では予想しており、腰折れは避けられるものの、2024年春闘ほどの強さにはならないとみている。

図表2：労働市場の売手市場は継続



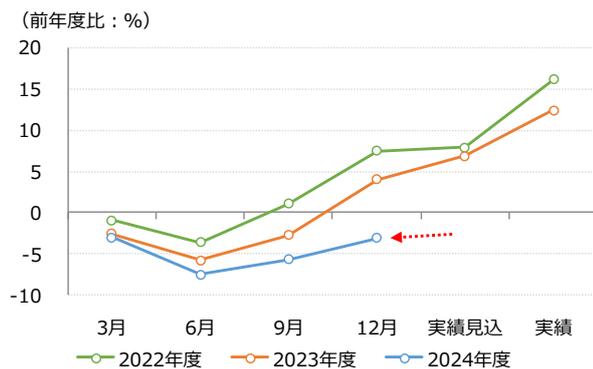
備考：雇用人員判断DIの最新値は2025年3月見通し
 出所：厚生労働省、日本銀行、りそなホールディングス

図表3：頭打ちの兆候が見えてきた経常利益



出所：財務省、りそなホールディングス

図表4：2024年度の経常利益計画は慎重



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表5：賃上げに影響するインフレはピークから半減



備考：コアコアCPIの最新値は4月～10月の平均
 出所：日本銀行、りそなホールディングス

公表された声明文からは政策据置きの明確な理由が見えず

公表された声明文を前回と比較すると（図表6）、足元の企業収益の表現がやや慎重化したということ以外では、ほとんど変更がない。総じて、今回の声明文も最近のものと同様に、景気が概ね日銀にとって「オントラック（見通し通

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

り) 」であることが示唆されている。こうした声明文の内容を踏まえても、植田総裁による利上げ時期が近付いたとの認識に対してなぜ今回の決定会合は政策金利が据置きだったのかという明確な理由が見えない。弊社では日銀の追加利上げが1月に決定されるとの見通しを維持しており、その実現性が高まるのかは上述した1月9日の日銀支店長会議での春闘を含めた経済報告の内容と、同月14日の氷見野副総裁の講演内容の次第となってくる。

図表 6 : 前回と今回の声明文比較

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は横ばい圏内の動きとなっている。**企業収益が改善傾向にあり（前回の「改善しておりから」からやや慎重化）**、業況感は良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。雇用・所得環境は緩やかに改善している。個人消費は、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。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、足もとは**2%台前半（前回の「2%台半ば」から修正）**となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）については、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、その基調的な上昇率は、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予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。なお、来年度にかけては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対して、政府による施策の反動等が押し上げ方向で、既往の原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で、それぞれ作用すると見込まれる。

リスク要因をみると、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。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。とくに、このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。

備考 1 : 修正部分の加工はりそなホールディングスによる

備考 2 : 展望レポート公表の有無によって、会合ごとに声明文の形式が異なるため、比較可能な部分と注目部分の抜粋となっている

出所 : 日本銀行、りそなホールディングス