

2025年1月24日  
日本経済  
りそなホールディングス 市場企画部  
佐藤 芳郎

## 日銀金融政策決定会合：

### 0.50%への追加利上げを決定、今後の利上げ判断は更に慎重に

#### 要約

- 日銀は1月24日の金融政策決定会合で、政策金利の0.50%への引上げを決定した（議長による利上げ提案に対する賛成8、反対1）。政策金利の引上げは昨年7月以来、政策金利の0.50%への引上げ決定は2007年2月以来の凡そ18年ぶりとなる。今回の決定会合に向けて、日銀が春闘に前向きな見方を示していたこと、アナリスト調査でも大方が利上げを予想していたこと、事前報道でも利上げが見込まれていたこともあり、想定通りの結果になったといえる。
- 公表された展望レポートの景気見通しでは、特に注目される物価見通しは、2025年度と2026年度にかけてインフレ率が物価安定目標の2%に沿った推移になるとの予想が示された。日銀として政策金利の引上げ余地がまだあることを示唆した内容といえる。
- 展望レポートの金融政策運営でも、「現在の実質金利がきわめて低い水準にある」との見方が維持され、一部で根強く提唱されている「0.50%の天井」よりも政策金利は引き上げられることが示唆された。ただし、日銀が注目している物価の基調を見るためのインフレ率が低下基調にあること、企業利益に頭打ち感が出ていることなどから、今後の金融政策判断は更に慎重になっていこう。弊社では次回の利上げが2025年度中ごろ（9月もしくは10月）になると現状では予想している。

#### 0.50%への引上げ決定は18年ぶりながらも今回の結果は想定通り

日銀は1月24日の金融政策決定会合で、政策金利の0.50%への引上げを決定した（議長による利上げ提案に対する賛成8票、反対は中村審議委員による1票）。政策金利の引上げは、昨年7月31日以来となり、政策金利の0.50%への引上げ決定は2007年2月以来と凡そ18年ぶりになる。

ただし、今回の追加利上げ判断は想定通りの結果になったといえる。日銀は1月9日に開催した支店長会議の報告において、2025年度の賃金設定について「全体としては、構造的な人手不足のもと、最低賃金の引き上げもあって、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の報告が多かった。」とし、春闘について前向きな見通しを持っていることを示唆していた。また、続く同14日の氷見野副総裁の講演でも、日銀幹部として同報告と同様の見方をしていることが示されていた。更に、事前のブルームバーグによる調査では53人のうち7割超となる39人が今回の利上げを予想しており、また今回会合の1週間程度前から日銀が利上げを判断するとの事前報道も増えていた。総じて、日銀が今回の判断を下すとの見通しはほぼコンセンサスになっていたといえる。

#### 2025年度にも利上げがあることを示唆した展望レポートの景気見通し

今回の展望レポートで日銀は2025年度にも追加利上げの可能性があると示唆したといえる（図表1）。特に注目される物価見通しは、生鮮食品を除くコアCPIと生鮮食品とエネルギーを除くコアCPIの両方の見通しを上方修正している。総じて、日本経済が潜在成長率の程度で推移し、物価は日銀が安定の目途としている2%近辺が維持されるとの見方を示したことになる。

#### ◎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。

日本銀行が約 18 年前の 2007 年 2 月に政策金利を 0.50%に引き上げた際には、その凡そ半年後の 2007 年夏場にいわゆるサブプライムローン問題が表面化し、更にその約 1 年後の 2008 年 9 月にリーマンブラザーズの破綻に伴う世界金融危機が発生していた。日銀の緩和的な金融政策の正常化がこれらのショックに繋がったとの明確な論拠は乏しいものの、そのような経緯を踏まえ一部では日銀が 0.50%よりも政策金利を引上げることは難しいとの見方は根強い。しかし、今後の米国の経済政策が不透明であることなどのリスク要因はありながらも、足元の景気が順調であることで日銀は追加利上げのタイミングを模索していだろう。

**図表 1：展望レポートの景気見通し**

単位：%	2024年度の見通し			2025年度の見通し			2026年度の見通し		
	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
展望レポート									
2024年1月	1.2	2.4	1.9	1.0	1.8	1.9			
2024年4月	0.8	2.8	1.9	1.0	1.9	1.9	1.0	1.9	2.1
2024年7月	0.6	2.5	1.9	1.0	2.1	1.9	1.0	1.9	2.1
2024年10月	0.6	2.5	2.0	1.1	1.9	1.9	1.0	1.9	2.1
2025年1月	0.5	2.7	2.2	1.1	2.4	2.1	1.0	2.0	2.1

備考：コア CPI は生鮮食品を除く CPI、コアコア CPI は生鮮食品とエネルギーを除く CPI

出所：日本銀行、りそなホールディングス

### 今後の追加利上げの判断は更に慎重に

実際に、公表された展望レポートの基本的見解では、特に注目となる「金融政策運営」の項目において、「現在の実質金利がきわめて低い水準にある」との判断が据え置かれており、政策金利には依然として引上げ余地があることが示唆されている（図表 2）。また、金融政策運営のリスク要因について、米国に関する記述が前回 10 月分と比較して削除されており、トランプ大統領の就任に伴って想定されていた経済政策の大幅な方向転換が、懸念されていたほど深刻にならなかったことも今回の政策変更の判断の背景にあったことが示唆されている（ただし、経済のリスク要因の詳細説明には米国に関する記述が追加されている）。

**図表 2：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。企業収益は改善傾向にあり、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、**政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって（今回追加）、足もとは 3%程度（前回の「2%台前半」から上方修正）**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、

#### ◎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。

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、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方、消費者物価の基調的な上昇率は、**人手不足感が高まるもと（今回追加）**、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、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、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、**コメ価格が高水準で推移すると見込まれること（今回追加）**や政府による施策の反動等が押し上げ方向作用すると考えられる（「**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**」は削除）。

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。

金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、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、以上のような経済・物価の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ことになると考えている。（「**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、我が国の経済・物価の見通しリスク、見通しを実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある。**」を削除）。

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

ただし、今後の日銀の追加利上げの判断は更に慎重になっていくと弊社では見ている。第一に、日銀は足元の物価動向には自信を持ちつつも、自らが公表している「基調的な物価」については慎重な見方をしている。日銀が公表している基調的な物価を見るための指標を見ると（図表3）、消費者物価指数を詳細に加工して作成した3つのインフレ指標は足元ではむしろ低下基調にある。日銀はこれらの物価の基調を見るための指標を家計の予想インフレ率を示すものとして捉えている面もあり、下落基調が続けば名目金利からインフレ率を差し引いた実質金利が「きわめて低い水準にある」との判断根拠が危うくなる。

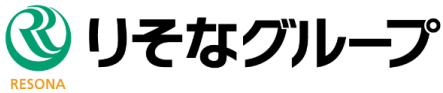
第二に、日銀は春闘に対して強気な見方を示しているものの、企業利益には頭打ちの兆候が出ており、更に日銀短観で示されている利益計画も慎重になっている。2025年春闘は賃上げの動きの腰折れは避けられつつも、2024年春闘ほどの強い結果になることに対して予断を許さないと弊社では見ている（図表4～5）。

第三に、日銀にとって金融政策の判断は、国内の景気と物価の見通し次第ではありながらも、やはり政治の影響を避けることが難しくなる環境がある。仮に、2025年春闘が首尾よく進展すれば、それが実際の経済統計に反映されるのは7月あたりからになってくる。経済が順調であれば、その時点で追加利上げの判断はできるものの、今年7月20日には任期満了に伴う参議院選挙が予定されている。石破政権は現状でも支持率が低迷しており、選挙結果次第では既に少数与党である政治が更に不安定化する。法律上、日銀は「政府と連絡を密にし十分な意思疎通を図る」こととされており、政府運営が不安定化することは日銀の政策決定にも支障をきたし得る。景気が見通し通り（日銀の言葉でいえば「オントラック」）でありながら、2024年10月以降も日銀が追加利上げの判断を今回まで先送りしてきたのは、昨年10月の衆議院選挙を経て政治が不安定化したことも背景にあったと考えられる。

◎注意事項

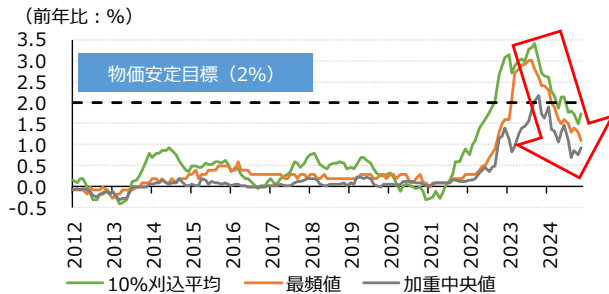
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



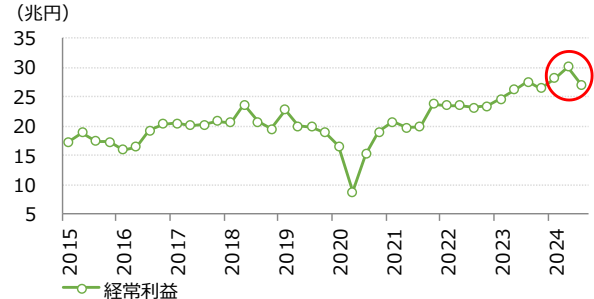
これらの見方を踏まえて、弊社では次回 0.75%への追加利上げは、2025 年度半ばごろ（9 月もしくは 10 月）になると現状では予想している。

図表 3：日銀の基調的なインフレ率は低下傾向



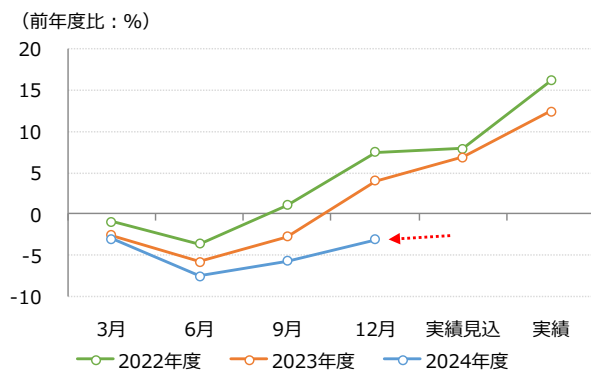
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 4：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 5：2024 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

◎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。