

2025 年 3 月 19 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： 想定通りの現状維持、声明文はトランプリスクを意識

要約

- 日銀は 3 月 18-19 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.50% で据え置いた（全会一致）。前回 1 月会合での利上げの影響を確かめる段階にあること、事前のアナリスト調査でも全員が政策維持を予想していたことから想定通りの結果といえる。
- 公表された声明文は前回とほぼ変更のない内容であったが、米トランプ政権を念頭に置いたと見られる「各国の通商政策等の動き」がリスク内容に加えられた。しかし、2025 年春闘が好調な結果であったこともあり、日銀は賃金と物価の好循環については自信を深めていると弊社では見ている。
- 弊社では従来は 2025 年度の利上げが 1 回になることを予想してきたが、2025 年春闘の結果を受けて 2025 年度の利上げ回数を 2 回に変更し、日銀の利上げ到達点（ターミナルレート）が 1% になると予想を変更する。

想定通りの金融政策据置き

日銀は 3 月 18-19 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.50% で据え置いた（全会一致）。前回 1 月 23-24 日の政策決定会合で政策金利を 0.50% へ引上げており、現状ではその影響を確認する段階にあると見られる。またブルームバーグによるアナリスト調査でも回答者 52 人の全員が今回会合の据置きを予想していたこともあり、今回の結果は想定通りであったといえる。

声明文は賃金と物価の好循環に自信を深めていることが示唆される内容

今回公表の声明文を前回と比較すると（図表 1）、文言にはほとんど変化はない。今回の声明文では、リスク要因として、トランプ政権を念頭に置いたと見られる「各国の通商政策等の動き」が加えられているものの、後述の通り、2025 年春闘が好調だった 2024 年春闘を上回る内容となり、日銀としては個人消費の回復を予想することが妥当な環境が整いつつある。利上げを決定した 1 月の会合以降も、日銀政策委員会メンバーからはタカ派なメッセージ発信が続いており、米国経済などのリスク要因を精査しながらも、日銀としては次回利上げの時期を模索していく段階にあるとみられる。

図表 1：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るもとで、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、足もとは **3%前半（3%程度から上方修正）** となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

◎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。

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、その基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、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、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、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等が押し上げ方向作用すると考えられる。

リスク要因をみると、**各国の通商政策等の動きやその影響を受けた（追加）**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

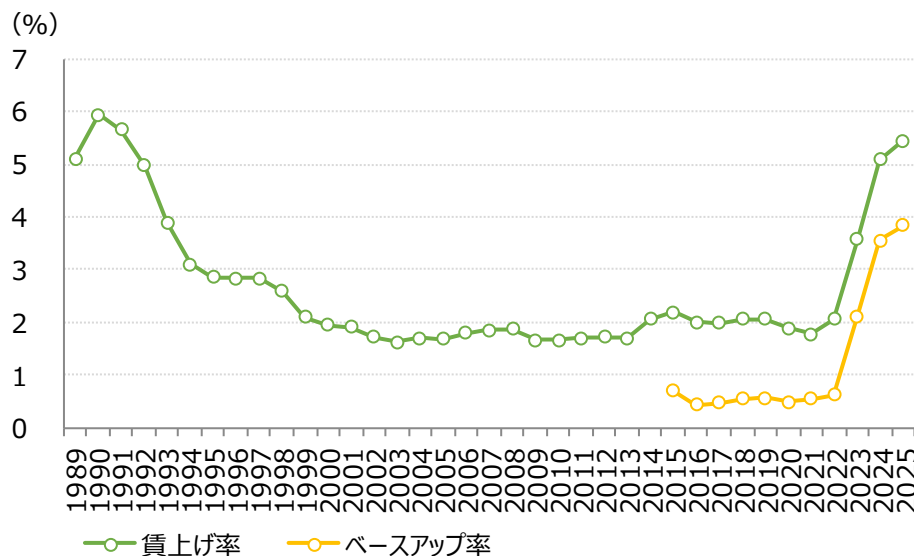
備考2：展望レポート公表の有無によって、会合ごとに声明文の形式が異なるため、比較可能な部分と注目部分の抜粋となっている

出所：日本銀行、りそなホールディングス

弊社の日銀金融政策見通しの予想変更

日本労働組合総連合会（連合）は、3月14日に2025年春闘の第1回回答集計を公表した（図表2）。賃上げ率は5.46%と4年連続の上昇となり、好調だった2024年の5.10%をも上回り、1991年春闘（5.95%）以来の水準となった。また、ベースアップ率も3.84%と5年連続の上昇となり、2024年の3.56%を上回り、連合がベースアップ率の公表を開始した2015年以来の過去最高を3年連続で更新した。要求集計（賃上げ率：6.09%、ベースアップ率4.51%）の時点で好調な結果が推察されていたが、実際の結果もその通りとなった。

図表2：好調だった2025年春闘



備考：2024年までは最終集計、2025年は第1回回答集計

出所：連合、りそなホールディングス

◎注意事項

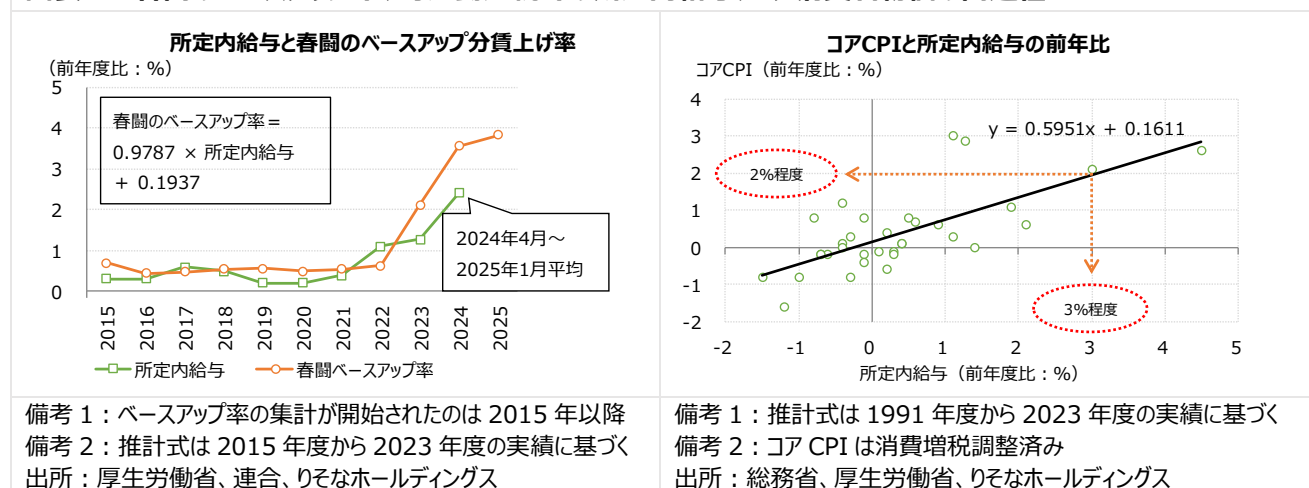
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

特に、日銀にとっては、個人消費の安定とひいてはインフレ率に影響を与えるベースアップ率が好調を維持したことの意味は大きい。春闘のベースアップ率、毎月勤労統計の所定内給与、そして生鮮食品を除いた消費者物価（コアCPI）を分析的に見ると（図表3）、春闘のベースアップ率が3.84%となったことで2025年度の所定内給与の伸びが3.7%程度になることが推計される（同左図の推計式参照）。また、2025年度の所定内給与の伸びが3.7%程度になることを前提とすれば、同年度のコアCPIは2.4%程度になることが推計され（同右図の推計式参照）、日銀としては物価安定の目標に沿ったコアCPIの推移が見通せることになる。日銀は2022年から見られてきた激しい輸入インフレの下でも政策金利を据え置き、政策金利の正常化を進展させていく上では賃金と物価の好循環に重きを置いてきた。今回の声明文を基にすれば、日銀の金融政策の正常化には、米国を中心とした国外経済が順調であればという大きな前提は必要であるものの、国内経済は日銀が描いてきた物価環境が整いつつある。

従来、弊社では2025年春闘が2024年春闘ほどの好調さを保つのかについては、慎重な見方をしてきたこともあり、2025年度の日銀の追加利上げは1回を想定し、日銀の利上げ到達点（ターミナルレート）が0.75%になることを予想してきた。しかし、2025年春闘が2024年春闘を上回る結果となったことで、2025年度の日銀の追加利上げを2回（7～10月の間と、年度終盤にかけて1回ずつ）と想定し、ターミナルレートが1%になると予想を変更する。

図表3：春闘のベースアップ率、毎月勤労統計の所定内給与、コア消費者物価の関連性



◎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。