

2025 年 12 月 19 日
 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：事前予想通りの利上げ、次回利上げへのチェックポイントはインフレがどの程度に落ち着くのかの見極め

要約

- 日銀は 12 月 18-19 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.75%へ引き上げた。植田総裁が利上げを示唆していたこと、アナリスト予想でも全員が利上げを予想していたこともありサプライズな結果ではない。
- 公表された声明文では、今回の利上げを踏まえても、日銀の金融環境の判断を示す「実質金利はきわめて低い水準」との文言が維持された。弊社では日銀の利上げ最終到達点が 1%と見込んでいるが、予想に対して上振れリスクが出てきた。
- ただし、展望レポートで示されてきた物価見通しを踏まえると、日銀が今後速いペースで利上げをできる訳ではない。次回 1%への政策金利の引上げは、今後見込まれるインフレ率の低下がどの程度で落ち着いてくるのかを見極める必要があり、弊社ではそれが 2026 年 7-9 月期辺りになると現状ではみている。政策金利がそれ以上に引き上げられていくのかは、2026 年度後半以降にインフレ率が再び上昇していくのか次第となる。
- 日銀が利上げ後の金融環境について、「実質金利はきわめて低い水準」と判断したことを踏まえると、日本国債市場で政策金利の最終到達点見通しが更に引き上がる可能性が否定できない。極端な場合、日銀の政策金利見通しの最終到達点を 2%と市場がみなせば長期金利は 2.5%にすら近づく。

想定通りの政策金利引上げ

日銀は 12 月 18-19 日の金融政策決定会合で、全会一致で政策金利の 0.75%への引上げを決定した。政策金利の引上げは今年 1 月会合以来、政策金利が 0.50%よりも上に行くのはリーマンショック前の 2008 年 9 月以来、政策変更での 0.50%より上という意味では 1995 年以来となる。ただし、今回の政策変更については、12 月 1 日に植田総裁が「利上げ是非について、適切に判断したい」と講演していたことを踏まえ、ブルームバーグによるアナリスト調査で 50 人全員が利上げを予想していたこともありサプライズな結果ではない。日銀は金融政策の正常化を進展させている中で、毎月少なくとも 1 名の政策委員会メンバーが講演をしており、市場との意思疎通を改善してきた。今回の政策変更に至るまでに、国債金利の上昇はありながらも、金融政策の思惑に絡んで市場が大きく混乱しなかったことを踏まえても、市場との意思疎通の改善は奏功している。

「実質金利はきわめて低い」との判断が維持された

利上げの決定がほぼ確実視されてきた中で、今回の金融政策決定会合は、利上げを踏まえた上で日銀が金融環境をどのように判断するのかが重要なポイントであった。公表された声明文では（図表 1、2）、これまで示してきた「実質金利はきわめて低い水準」との文言が維持され、今回の政策金利の引上げと足元の国債金利の急騰を踏まえても、日銀は依然として金融環境がきわめて緩和的との判断を維持したこととなる。後述するように、日銀の政策金利の引上げ到達点（いわゆるターミナルレート）がどこになるのかはまだ流動的な状況だが、弊社で予想してきた最終到達点の 1%に対して、政策金利の引上げ回数が更に増えるリスクが出てきた。その他の声明文の変更点からは、国内の経済回復やリスク低減について日銀が自信を深めていることが窺える。

◎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とにかかわらず、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。

図表 1：今回の声明文

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、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きも見られるが、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、米国の関税引き上げの影響を受けつつも（**駆け込みに伴うという判断を変更**）、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も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。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは 3%程度となっている。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、各国の通商政策の影響を受けて、海外経済が**幾分減速し（上方修正）**、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するものの、**成長ペースは緩やかなものにとどまる（上方修正）**と考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、**政府の物価高対策の効果もあり（追加）**、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに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。

リスク要因としては、各国の通商政策を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水

図表 2：前回 10 月会合声明文

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、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きも見られるが、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、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も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。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。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、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは 3%程度となっている。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、各国の通商政策の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響を受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに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。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いており、その金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水

◎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とにかかわらず、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。

準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、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。

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、経済・物価情勢の改善に応じて、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。

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はりそなホールディングスで抜粋している
出所：日本銀行、りそなホールディングス

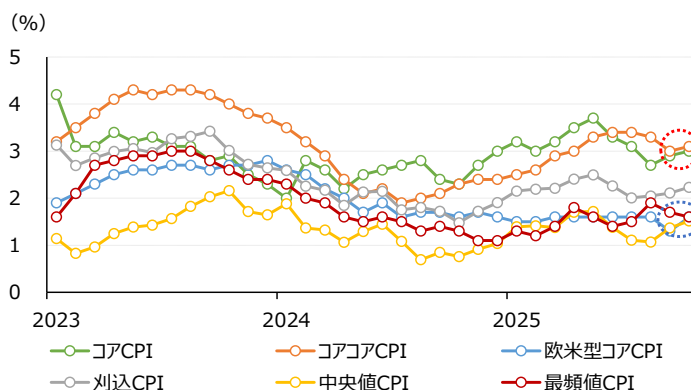
次回の利上げに向けたチェックポイントはインフレがどの程度で落ち着くのかの見極め

上述の通り、日銀は利上げ余地がまだあることを示唆しているものの、だからといって今後はペースを速めて利上げを行っていきけるわけではない。10月に公表した展望レポートで示されていた通り、日銀は2026年度前半にはインフレ率が目標である2%を下回るとの見通しを持っており、今後はインフレ率の低下がどの程度で落ち着きそうなのかを見極めていく必要がある。政策委員会メンバーの講演や声明文にある通り、日銀は金融環境が引き締めのなのか緩和的なのかを実質金利（名目金利-インフレ率）で判断しており、日銀自身は政策金利（名目金利）を決定できる一方、それが実質ベースで緩和的なのか引き締めのなのかはインフレ率次第になるからだ。

日銀が物価安定目標のベースとしている消費者物価指数（CPI）でインフレ率を見ると（図表3）、確かに生鮮食品を除いたコアCPIや生鮮食品とエネルギーを除いたコアコアCPIは3%近辺で高止まりを続けており、それらをベースとした実質金利はかなり緩和的になる（同図表赤丸）。他方、食品とエネルギーを除いた欧米型コアCPIや、日銀が算出している各種CPIを見ると、足元で既に2%を下回って推移しているものもあり、実質化するインフレ指標によっては現状ですら実質金利が「きわめて低い」との見方に疑問が生じてくる（同図表青丸）。

日銀としては、インフレ率が2%を下回ると見ている2026年度前半にかけて、せめてインフレ率が1%半ば程度で安定することを確認してから政策金利を1%に引き上げたいと考えているのではないだろうか。そうした見方を踏まえた上で、弊社では次回1%への利上げが2026年7-9月期で決定されると現状では見ている。政策金利が1%を超えて引き上げられていくのかは、インフレ率が2026年度前半の低下局面から再び2%を超えて推移するような確度が高まっていくのか次第となるだろう。

図表3：CPIインフレ率は見方によって大きく違ってくる



備考 1：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、欧米型コアは食料とエネルギーを除くCPI

備考 2：「10%割込平均値」は個別品目の前年同月比を順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ

◎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。

10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出

備考3：「最頻値」は生鮮食品を除く消費者物価に含まれる個別品目の上昇率の分布に対して、統計的な手法で分布を特定し、その分布の最頻値を使用

備考4：「加重中央値」は生鮮食品を除く消費者物価の各基準年の個別品目の前年比およびウェイトから算出

出所：総務省、日本銀行、りそなホールディングス

日本国債市場の政策金利織り込みがオーバーシュートする可能性

今回の利上げを踏まえても、日銀は「実質金利がきわめて低い水準」と判断したことで、金融市場で日銀の政策金利の最終到達点の見通しが上方修正され、場合によってはオーバーシュートしていく可能性がある。下表（図表4）は、弊社で日本の長期金利を試算したものとなっている。米国長期金利の水準にもよるものの、極端な場合において、日本国債市場で日銀の政策金利の最終到達点が2%との見方が強まる場合は、日本の長期金利が2.5%に近づく可能性すら出てくる（同図表赤枠）。

図表4：日本国債の長期金利は場合によっては2.5%にすら近づく

	米国長期金利										
超過準備付利	3.50	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40	4.50
0.50	1.078	1.102	1.125	1.148	1.171	1.194	1.217	1.240	1.263	1.286	1.309
0.75	1.281	1.304	1.327	1.350	1.373	1.396	1.419	1.442	1.466	1.489	1.512
1.00	1.483	1.507	1.530	1.553	1.576	1.599	1.622	1.645	1.668	1.691	1.714
1.25	1.686	1.709	1.732	1.755	1.778	1.801	1.824	1.847	1.871	1.894	1.917
1.50	1.888	1.912	1.935	1.958	1.981	2.004	2.027	2.050	2.073	2.096	2.119
1.75	2.091	2.114	2.137	2.160	2.183	2.206	2.229	2.252	2.276	2.299	2.322
2.00	2.293	2.317	2.340	2.363	2.386	2.409	2.432	2.455	2.478	2.501	2.524

備考：日本の長期金利をりそなホールディングスで推計した推定値。日本の政策金利、米国長期金利、現時点での日銀の10年国債持ち高シェアに基づいている

出所：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。