

2026年1月23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：事前予想通りの政策金利据え置きながら、展望レポートの景気判断はかなり強気な内容

要約

- 日銀は1月22-23日の金融政策決定会合で、政策金利を据え置いた。前回会合で政策金利を引上げたばかりであり、日銀はその影響を見極めていく段階にある。ただし、高田審議委員は1.0%への利上げを提案し、否決されている。
- 公表された展望レポートは、2025年度補正予算の影響を反映したと見られる見通しの修正はあったものの、金融政策運営が大きく変わると考えられるほどの修正には見えなかった。しかし、声明文の文言は日銀がシナリオ実現に自信を深めたかなり強気な文言となった。次回利上げは、今後に想定されるインフレ率の低下局面で下げ止まりを確認した上で、今年7-9月期になると弊社は現状で予想しているが、そのタイミングが前倒しとなり、今回の利上げ局面での到達金利が1%よりも上に行く可能性が高まった内容となった。
- 今後の日銀の金融政策運営を見ていく上で、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、どのように変えられていくのかに注目したい。市場金利や物価動向次第で、日銀のコミュニケーションが突如として変更される可能性には注意が必要だろう。

想定通りの政策金利据え置き、展望レポートの見通し修正の影響は限定的

日銀は1月22-23日の金融政策決定会合で、政策金利を0.75%で据え置いた。前回会合で政策金利を引上げたばかりであり、日銀は影響を見極める段階にある。ブルームバーグのアナリスト調査でも52人全員が今回会合の据え置きを予想していた。ただし、高田審議委員は物価安定目標は概ね達成されているなどとし政策金利の1.0%への引上げを提案し、反対多数で否決されている。日銀の次回利上げは、展望レポートでも見通しが想定されているとおり、今後のインフレ率低下局面で下げ止まりを確認した上で、今年7-9月期になると弊社では引き続き予想している。

日銀は四半期ごとに公表する展望レポートで景気見通しを修正している（図表1）。目立った修正は2025年度と2026年度の実質GDPのコアCPI見通しの上方修正であり、家計向け支援やガソリン暫定税率の廃止を含む2025年度補正予算や2026年度税制改正大綱・予算案の影響を反映したと考えられる。この程度の修正であれば、日銀の金融政策運営に大きな影響を与えるほどではないだろう。

図表1：足元で景気見通しは上方修正されているが日銀の政策運営への影響は限定的か

単位：%	2025年度の見通し			2026年度の見通し			2027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
2025年1月	1.1	2.4	2.1	1.0	2.0	2.1			
2025年4月	0.5	2.2	2.3	0.7	1.7	1.8	1.0	1.9	2.0
2025年7月	0.6	2.7	2.8	0.7	1.8	1.9	1.0	2.0	2.0
2025年10月	0.7	2.7	2.8	0.7	1.8	2.0	1.0	2.0	2.0
2026年1月	0.9	2.7	3.0	1.0	1.9	2.2	0.8	2.0	2.1

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ともかかわらず、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。

景気見通しは小幅修正だったにもかかわらず声明文の文言はかなり強気に

今回と前回会合の声明文を比較すると（図表 2、3）、上述の展望レポートの景気見通しの修正が小幅だったにもかかわらず、「所得から支出への前向きなメカニズム」（以前までは「賃金と物価の好循環」）との文言が復活するなど、かなり強気な文言に見える。海外経済のリスクが低減したとの判断などを踏まえれば、日銀は想定するシナリオの実現に自信を深めている。

図表 2：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みられるが、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、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。こうしたもので、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響をうけつつも、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どで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは**2%台後半ば（下方修正）**と程度となっている。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つつも、海外経済が**成長経路（緩やかな削除し上方修正）に復していく**もどで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、**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（政府の経済対策等による追加）、緩やかな成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもどで、政府の物価高対策の効果もあり、**本年前半には、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（**インフレ率低下の見込みタイミングを前倒し**）。**もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる（順調な春闘結果を見込んだ追加）**。その後は、景気の改善が続くもどで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上

図表 3：前回 12 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みられるが、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、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。こうしたもので、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響をうけつつも、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どで、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、わが国企業の収益なども下押しされるもどで、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するもの、成長ペースは緩やかなものにとどまると考えられる。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どで、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どで、政府の物価高対策の効果もあり、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、成長率が高まるもど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。

◎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。

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を考えている。

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を考えている。

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を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

今後の政策運営は「実質金利はきわめて低い水準にある」をどのように変更していくのか

上述の通り、日銀は「実質金利がきわめて低い水準」と判断しており、その文言だけを切り取れば、現状の日本国債市場が織り込んでいるように、日銀の今次の利上げ局面における到達金利（ターミナル金利）は、1%台後半にあるとの見方は合理的に見える。しかし、ブルームバーグによるアナリスト調査では、日銀のターミナル金利に関する予想は依然として流動的であり、今回の日銀会合の直前に行われた調査で主流となっているのは1%～1.5%となっている（52人中、1%予想10人、1.25%予想13人、1.5%予想13人）。アナリスト予想が割れている背景にあるのは、日銀が判断している「実質金利はきわめて低い水準」という考え方について、実質金利の構成要素となる名目金利と物価動向次第で、日銀のコミュニケーションが突如として変わり得るという不透明感にあるのではないだろうか（図表4～6）。

実質金利の一つ目の要素の名目金利として貸出約定平均金利を見ると（図表4）、日銀が2024年3月にマイナス金利と量的質的金融緩和を解除してから3回の利上げが行われているものの、実際に貸出しに適用されている金利の上昇は緩やかなペースに留まっている。この観点からは、名目金利で見ても金融環境は依然として緩和的との見方は妥当だろう。しかし、最近の日本国債金利の急騰を踏まえても、マクロ経済環境や政府財政の事情次第で貸出金利が急騰する可能性は否定できず、足元の安定が今後も続いているかは予断を許さない。

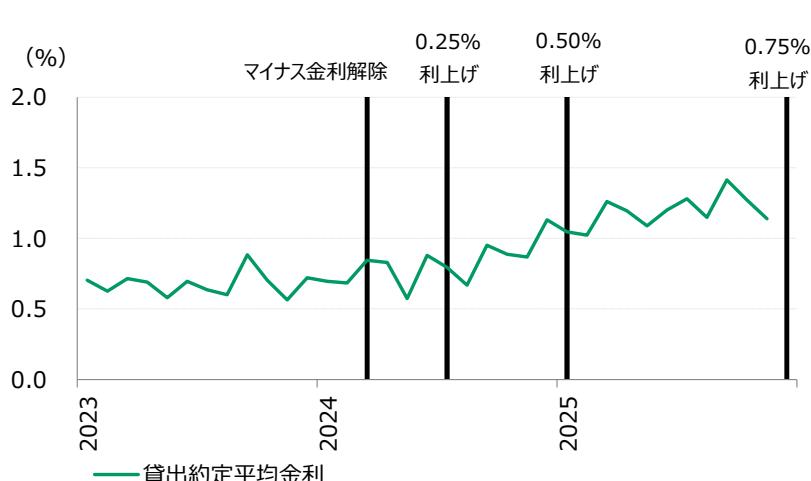
実質金利の二つ目の要素の物価として消費者物価指数（CPI）を見ると（図表5）、生鮮食品を除いたコアCPIや生鮮食品とエネルギーを除いたコアコアCPIは2%を上回って高止まりを続けている。他方、CPIの基調を見る上でグローバルスタンダードと言える食料とエネルギーを除く欧米型コアや、日銀が独自に集計しているCPI（刈込平均CPI、中央値CPI、最頻値CPI）を見ると、インフレ率は既に1%前半から半ば程度と日銀の2%物価目標を下回っている。

これらを踏まえると、実質金利は高止まりしているCPIで見れば「きわめて低い水準」との日銀の判断は妥当に見える一方（図表6赤丸）、足元で既に2%を下回って推移しているCPIで見れば現状ですら実質金利が「きわめて低い」との見方には疑問が生じてくる（同図表青丸）。このように、実質金利は名目金利（当面は上昇バイアスが強く実質

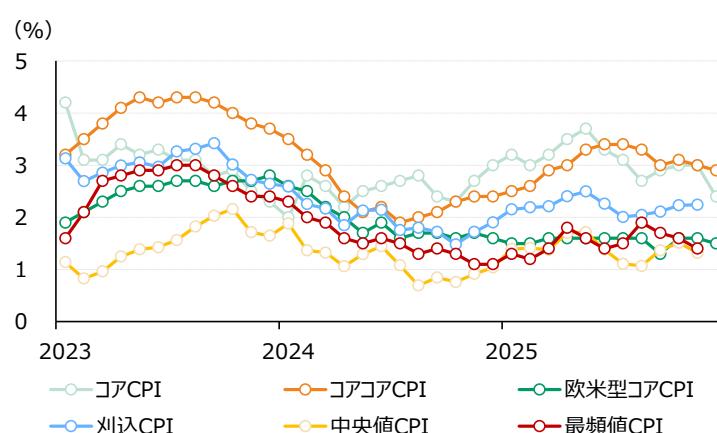
◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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。

金利の上昇要因)と物価(日銀はコアCPIが低下していくとの見通しであり実質金利の上昇要因)の動向次第で変動し得るものであり、「きわめて低い水準」との日銀の判断は突如として変わり得る。いわゆるトランプ関税の影響が懸念されていたほど重大ではなかったことなど、日本経済が日銀のシナリオに沿った動きとなり、日銀のターミナル金利が弊社で想定している1%よりは上に行く可能性が高まった。ただし、日銀のターミナル金利を想定していく上で、市場動向を踏まえた上で「実質金利はきわめて低い水準」との判断が今後はどの様に変更されるのかに注目していきたい。

図表4：貸出金利は落ち着いた動き

出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表5：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%刈込平均値」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

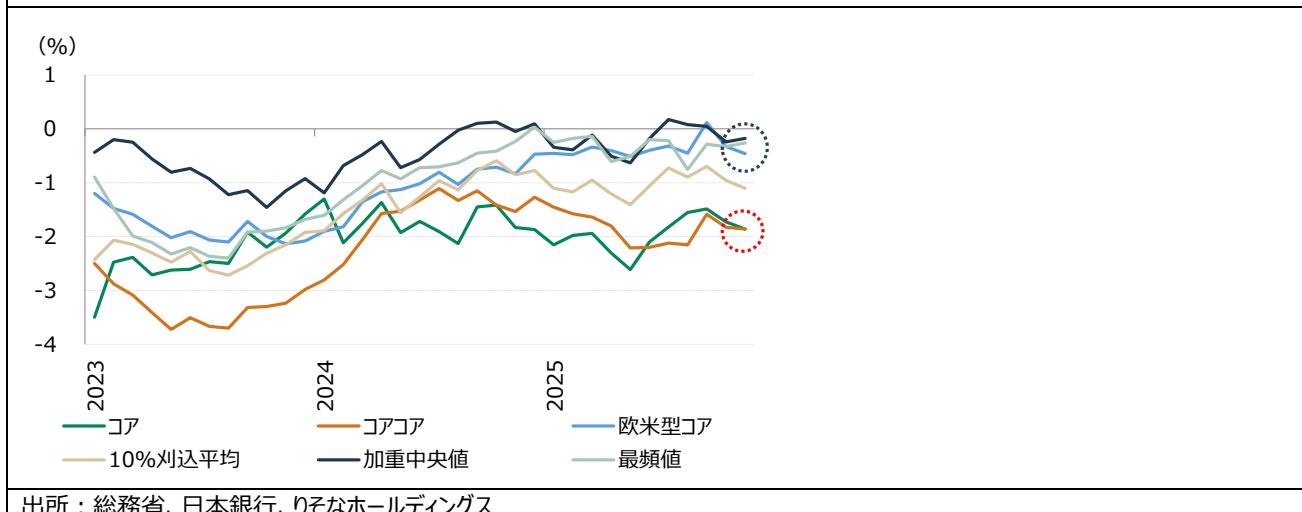
備考3：「最頻値」は生鮮食品を除く消費者物価に含まれる個別品目の上昇率の分布に対して、統計的な手法で分布を特定し、その分布の最頻値を使用

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

◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
 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。

図表 6：貸出約定平均金利で見ると実質金利が「きわめて低い水準」なのは見方次第**◎注意事項**

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
 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。