日銀による利上げ決定の背景と今後の金利見通しについて考察する

Japan Bond View ｜ 2025 年 1 月 27 日

著者

丸山　誠二
取締役投資運用本部長兼
CIO 兼債券運用部長、
チーフ・ファンド・マネジャー

日銀は 1 月 24 日の金融政策決定会合で、**政策金利を 0.25%から 0.5%へ引き上げた。**経済・物価は、これまで示してきた見通しに概ね沿って推移しており、先行き、見通しが実現していく確度が高まってきていることがその理由だ。

当レポートでは、今回の政策金利引き上げの背景について整理するとともに、これに伴う国内債券市場の反応および今後の利上げ見通しについて考察する。

決定会合の主な内容と背景

①　今回発表された展望レポートに関して

- 同時に公表された展望レポートでは、経済の現状認識および中心的な見通しが概ね据え置かれた一方で、**物価の見通しについては上方修正**された。上方修正は米価格の上昇および政府による施策の反動によるいわば**コストプッシュが主因**だが、労働需給については、「多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、**マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる**」と一歩踏み込んだ表現が加えられた。

②　春闘の見通しに関して

- 12 月に利上げを見送った理由の一つである春闘の見通しについては、植田総裁は 12 月の会見では、「現時点ではあまりに情報が少ない」、「大きな姿が分かるのは例えば 3 月とか 4 月」と発言されていたが、今回の会見では「昨年に続きしっかりとした賃上げを実施するといった声が多く聞かれている」とした。支店網を通じたヒアリングなどから、**3 月を待たずとも高い賃上げの実現に確信を得た**のだろう。

③　日銀が推計する需給ギャップに関して

- 「マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に」に関連して、**日銀は潜在成長率の推計を、10 月展望レポート時の「0%台後半」から、「0%台半ば」へ下方修正**している。日銀推計の需給ギャップは、**2024 年第 3 四半期時点で-0.53%**、内訳は資本投入ギャップが-0.79%、労働投入ギャップが+0.26%となっている。一般論として、需給ギャップがマイナスであれば、賃金、物価には下落圧力がかかるが、現局面においては、**資本投入**

ギャップのマイナスは労働の供給制約により稼働できていない設備があるためで、**経済の供給力は想定していたよりも小さい**ことを示していると思われる。

④ **海外の経済動向が日銀の政策に及ぼす影響に関して**

- 12 月に利上げを見送ったもう一つの理由である米国については、政策運営を巡る不確実性を指摘しつつも、「米国経済は堅調に推移」と明示するとともに、金融政策運営について、10 月の展望レポートで加えた、**米国をはじめとする海外経済・金融市場を注視するとの文言を削除**した。

⑤ **今回の政策決定会合で利上げを行った背景に関して**

- 12 月でも 3 月でもなく 1 月に利上げを行った背景としては、3 月を待つまでもなく**賃金上昇率のモメンタムが強いことに確信を得ることができた**と見られること、および、米国の経済政策の不確実性がトランプ大統領の就任演説で低下したとは思えないが、それにも増して、**米経済が堅調との判断**があったと思われる。また、昨年 7 月の利上げが 8 月の株価急落の遠因となった経緯から、慎重を期し**市場とのコミュニケーションに十分な時間を割くことにした**のかもしれない。

市場の反応について

日銀からの情報発信により利上げがほぼ 100%織り込まれていたことで大きな混乱は見られなかったが、利上げ決定後は**中期主導で幾分金利は上昇**した。展望レポートで物価見通しが上方修正されたにもかかわらず、**リスクバランスが上振れ方向**であったこと、「多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある」との記述が加えられるなど**人手不足が強調**されたこと、および**輸入物価の上振れ要因に円安が明記**されたことなど、日銀の**物価に対する強気姿勢が窺える内容**であったことが材料視されたと思われる。

今後の展開

- 今後の金融政策運営について日銀は、「先行きの経済・物価・金融情勢次第」との前提付きながら、「現在の実質金利がきわめて低いことを踏まえ、**経済・物価見通しが実現していくとすれば、政策金利を引き上げる方針**」を維持した。
- 特に、「現在の実質金利がきわめて低い」との表現を維持したことは、今回ないしは 0.75%への利上げで打ち止めではなく、**経済・物価見通しに対応する政策金利水準を最低でも 1%と想定していることを示唆**している。**中短期金利には上昇余地があるのではないかと考える。**
- 2025 年度後半から 2026 年度とされる物価目標の達成時期に向け、**今後も日銀は徐々に利上げを進める**と思われる。いずれ、「きわめて低い」が「低い」へ、さらに「適切」あるいは水準に関する記述そのものが削除されるなど、金利水準に関する表現は変更され

ていくことになると思われるが、そのためには、現在 2%に向け徐々に高まっているとされる「基調的な物価上昇率」が鈍化する必要がある。

- 「基調的な物価上昇率」の定量的定義は明らかではないが、日銀によると、マクロ的な需給ギャップ、賃金と物価の循環および予想物価上昇率により規定される。引き続き、**賃金とその裏付けとなる企業業績および各経済主体の予想物価上昇率が注目**される。
- **仮に「基調的な物価上昇率」が 2%を超えて加速することになれば、日銀は利上げペースを速めることになるだろう。**

本資料に関するご留意点

本資料は PGIM ジャパン株式会社の債券運用部が執筆したものです。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルーデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIM ジャパン株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 392 号
加入協会　一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
PGIMJ115603
4189182_20250127