

日本銀行・金融政策決定会合(2025 年 1 月)

0.5%への追加利上げを決定、先行きも半年ごとの利上げ継続を見込む

～要旨～

- 2025 年 1 月会合で、日本銀行は政策金利を 0.25%→0.5%へ引き上げ。サプライズはなし。
- 経済・物価はオントラックであり、見通し実現の「確度は高まってきている」との前向きな評価。
- 賃上げの持続性と米政権の動向を巡る不確実性が低下したとの判断も利上げの背景とみられる。
- 展望レポートでは、2025 年度物価見通しを大幅上方修正。2025 年前半の供給要因が理由と説明。
- 植田総裁会見は、中立的な内容となり、先行きの利上げ時期やペースの示唆は与えず。
- 2025 年 7 月、2026 年 1 月と半年ごとに利上げを進め、ターミナルレートは 1%を見込む。
- ただし、1%への利上げのハードルは高く、0.75%で打ち止めとなるリスクも大きいだろう。

2025 年 1 月の金融政策運営方針: 半年ぶりの利上げ、政策金利は 0.5%へ

1 月 23 日～24 日、日本銀行は金融政策決定会合を開催、当面の金融市場調節方針を変更し、政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標を、0.25%から 0.5%へ引き上げることを決定した(賛成 8:反対 1)。利上げは 2024 年 7 月会合以来となり、政策金利の水準が 0.5%となるのは、2008 年 10 月以来。1 月会合での利上げを巡っては、1 月以降、日銀支店長会議、氷見野副総裁の講演、植田総裁の挨拶等を経て、事前に金融市場に織り込まれていたため、サプライズはない。

日本銀行は 1 月会合での利上げの根拠として、①経済・物価の趨勢、②今年の賃上げのモメンタム、③海外経済の不確実性について公表資料で言及、後述の通り、いずれも今回の利上げを肯定する前向きな評価が示された。前回 2024 年 12 月会合では、①をオントラックとしつつも、②と③を巡る不確実性を利上げ見送りの根拠として挙げていた。こうした不確実性がある程度低下したとの判断が、今回の利上げの背景にあるとみられる。

利上げの根拠①経済・物価の趨勢 オントラック+確度の高まり

公表資料では、従来通り、「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」との評価が示され、いわゆる「オントラック」との見方が維持された。この点は前回利上げ時も同じ表現が用いられていたが、今回は、「先行き、見通しが実現していく確度は高まってきている」との文言が付け加えられた。後述の通り、今回の展望レポートにおいて、予測期間中の物価見通しが全て 2%以上となったことも踏まえると、日本銀行は物価目標達成への自信を深めていると考えられる。

利上げの根拠②今年の賃上げのモメンタム ヒアリングを通じて自信を深める

前回会合後の記者会見で、植田総裁は今年の春季労使交渉に向けたモメンタムを見極める必要性に言及した。この点については、公表文において、「企業収益が改善傾向を続け、人手不足感が高まるもと、本年の春季労使交渉において、昨年引き続きしっかりと賃上げを実施するといった声が多く聞かれている」との見解を示した。すなわち、1 月 9 日に行われた支店長会議などでのヒアリングを通じて、日本銀行は今年の賃上げが昨年に続いて高水準となり、賃金と物価の好循環が続くと自信を深めていると考えられる。

利上げの根拠③海外経済の不確実性 金融市場の落ち着きに言及

また、前回会合後の記者会見で、植田総裁は米国新政権の経済政策を巡る不確実性についても利上げを見送った理由として挙げていた。この点について、公表文での直接的な言及はなかったが、海外経済を巡って、「様々な不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は全体として落ち着いた状況」との評価が示され

た。会合後の記者会見での植田総裁の発言も踏まえると、トランプ大統領就任時の演説やその後の動向が概ね予想の範囲内であり、金融市場においても大きな混乱が生じなかったことなどがこうした評価の背景にある。

経済見通し：ほぼ修正はなく、前回見通しを踏襲

本会合では、四半期ごとに作成される「経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)」が公表された。その中で示された経済・物価見通し(政策委員の中央値、以下同)についてみると、実質 GDP 成長率見通し(前年度比)は、2024年度が+0.5%(前回2024年10月見通しは+0.6%)、2025年度が+1.1%(同+1.1%)、2026年度が+1.0%(同+1.0%)との見通しが示された(図表1・左)。2024年度は実績等を踏まえた下方修正とみられ、経済見通しにはほぼ修正はないと考えられる。リスクバランスは「上下にバランス」とした。なお、人手不足による労働供給制約を背景に、潜在成長率については、前回見通しの0%台後半から、0%台半ばへ下方修正された。

物価見通し：コアCPI、コアコアCPIともに予測期間を通じて2%以上に上方修正

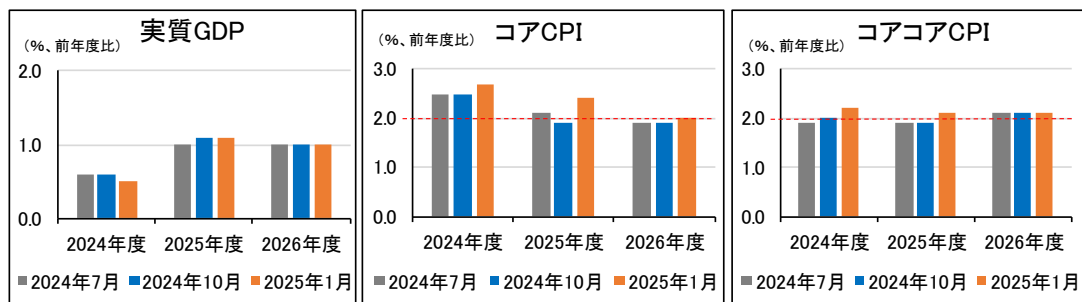
一方、物価見通しはやや大きめに上方修正された。コアCPI(生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数、前年度比)は、2024年度が+2.7%(前回2024年10月見通しは+2.5%)、2025年度が+2.4%(同+1.9%)、2026年度が+2.0%(同+1.9%)との見通しが示された(図表1・中央)。

より基調的な物価指標と見做される、コアコアCPI(生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの消費者物価指数、前年度比)は、2024年度が+2.2%(同+2.0%)、2025年度が+2.1%(同+1.9%)、2026年度が+2.1%(同+2.1%)との見通しである(図表1・右)。コアCPI、コアコアCPIともに、予測期間を通じて2%以上の上昇が続くとの見通しが示された格好だ。

特に2025年度のコアCPIは+0.5Ptの大幅な上方修正となったが、その背景として、「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が生じること」が物価押し上げに作用すると説明している。また、前回見通しとの対比では、「為替円安等に伴う輸入物価の上振れ」を上方修正要因として挙げた。リスクバランスについては、2024～2025年度は「上振れリスクが大きい」とした。また、個々の政策委員の物価見通しとリスク評価の分布をみると、2025年度のコアCPIの見通し中央値(+2.4%)よりも高い見通しを示した3人の政策委員全員が、上振れリスクが大きいとのリスク評価となっている。つまり、3分の1の政策委員が2025年度の物価の顕著な上振れを警戒していることを示唆する結果となっている。

もともと、会合後の植田総裁の記者会見では、物価見通しの上方修正はコストプッシュ的な要因が理由であり、期間としても2025年半ばくらいまでの上方修正で、その後は落ち着いてくる旨の説明がなされた。すなわち、基調的物価に対する見通しの上振れが今回の上方修正の主因ではないとみられる。したがって、今回の物価見通しの上方修正が、先行きの利上げペース等の金融政策運営に大きな影響を及ぼすことはないと考えられる。

図表1 展望レポートでの政策委員の経済・物価見通し



	実質GDP			コアCPI			コアコアCPI		
	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度	2025年度	2026年度
2024年7月	0.6	1.0	1.0	2.5	2.1	1.9	1.9	1.9	2.1
2024年10月	0.6	1.1	1.0	2.5	1.9	1.9	2.0	1.9	2.1
2025年1月	0.5	1.1	1.0	2.7	2.4	2.0	2.2	2.1	2.1

(注1) 政策委員見通しの中央値。(注2) コアCPIは生鮮食品を除くベース、コアコアCPIは生鮮食品・エネルギーを除くベースの消費者物価指数。
(出所) 日本銀行より、SBI 新生銀行金融調査室作成

総裁記者会見：先行きの利上げに関する明確な手がかりはなし

会合後に行われた植田総裁の記者会見（注：総裁発言は筆者聞き取りに基づく）は、中立的な内容となり、新しい材料も限定的だった。従来からの、実質金利の低さを踏まえた、金融緩和領域での利上げ継続スタンスは維持されたものの、そのペースやタイミングは、経済・物価、金融情勢次第であり、「予断は持っていない」とした。次の利上げの手がかりとなるような具体的な発言は基本的にはなかったと思われる。

金融政策見通し：次回利上げは半年後の 2025 年 7 月会合と予想

今回 1 月会合での利上げという結果を踏まえて、次回 0.75%への利上げの時期については、今回の利上げと同じく半年後の 2025 年 7 月会合になると予想する。

日本銀行の利上げ判断の根幹にある、経済・物価がオントラックかどうかを点検するという観点では、やはり展望レポート公表時期（1、4、7、10 月）が政策変更のタイミングとしては有力となろう。したがって、最短では 4 月会合がまず候補になると考えられる。4 月会合時点では、今年の春闘の大勢が判明しているとみられるが、日本銀行が想定するような高めの賃上げが継続することが見込まれる。また、物価も 2% 台後半で高止まりが続いている公算が大きいとみている。米国のトランプ政権の政策動向も一段と明らかになっていよう。ファンダメンタルズとリスクの両面で、4 月会合での利上げは基本的に排除されるものではないと考えられる。

しかし、今回の利上げの影響を見極めるという観点では、3 か月という期間は不十分と思われる。実質金利が低いとはいえ、0.5%という政策金利は約 17 年ぶりの水準である。我が国においては、長らく低金利が続いたこともあり、金利上昇局面における経済主体（企業・家計）の経済活動の変化を巡る不確実性は高いと考えられる。日本経済の回復ペースが緩慢であり、下振れリスクに脆弱な状況が続いている点も気がかりだ。こうした点を踏まえると、今回の利上げが前回から半年後であったように、半年ごとに経済・物価の趨勢と利上げの影響を見極めた上で慎重に利上げを進めていく、というのが筆者の基本シナリオである。

ターミナルレートの基本シナリオは「1%」 これまでは明確な緩和領域と想定される 0.75%をターミナルレート（利上げ到達点）と見込み、それ以上の利上げは経済見通し等には織り込んでいなかった。しかし、今回の会合を踏まえ、さらに半年後の 2026 年 1 月に政策金利を 1.0%へ引き上げ、そこがターミナルレートになると見込む。植田総裁は中立金利まで「まだ相応の距離」があり、名目では「1～2.5%くらいの間に分布」との日本銀行内の分析例を示した。この点は特段新しい材料ではないが、物価目標達成に対する日本銀行の自信の深まりも考慮し、今回の利上げ局面では 1%まで政策金利が引き上げられると予想する。

ただ、名目中立金利の下限と見做される、1%への利上げは相当にハードルが高いとの認識に変わりはない。0.75%まで利上げに伴い、景気に大きな下押し圧力がかかる可能性があり、その見極めは重要となるだろう。1%への利上げ時期が後ずれしたり、0.75%で利上げが打ち止めとなるリスクは大きいとみている。

～経済レポート配信サービスのご案内～

SBI 新生銀行金融調査室では、経済レポートの発表時に、レポートの題名と URL を E メールでお知らせする「経済レポート配信サービス」を実施しております。配信をご希望の方は、以下のリンクの新規登録フォームからお申込みください。

[経済レポート配信サービス | SBI 新生銀行](#)



- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社 SBI 新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 10 号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会