



# 日銀：注目される「金融政策正常化」の速度

日銀は慎重に利上げを実施、緩和的な金融環境は維持

本稿は 2025 年 12 月 22 日発行の英語レポート「BOJ: How fast to “normal”?»の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

フィンク直美／チーフ・グローバル・ストラテジスト

2025 年 12 月 22 日

日銀は 12 月の金融政策決定会合を終え、政策金利を 0.25%引き上げて 30 年振りに 0.75%とすることを全会一致で決定した。市場の予想通りの動きとなり、事前に OIS(翌日物金利スワップ)レートには織り込み済みだった。10 月会合で政策金利の据え置きが決定されたときは賛成 7 票、反対 2 票と意見が割れていたが、今回の決定が全会一致だったことは、政策委員のあいだで政策見解の足並みがより揃ったことを示唆している。

ただし、先行きの見通しについては、日銀のなかでもタカ派色の強い田村委員と高田委員の 2 名が異なる見解を示し、日銀の物価目標はすでに達成済みまたは実現時期が日銀の基本シナリオよりも早まる可能性が高いと主張したと報じられている。これは、物価見通しに関する慎重な表現がタカ派からすると受け入れがたいことを示唆している。全会一致の決定となったことで金融政策の不確実性は低下しているが、日銀の姿勢は引き続き利上げ方向に傾いており、インフレ率や経済成長率が上振れすれば、現在の見通しよりも早期の金利正常化の可能性が出てくるだろう。

しかし、利上げ発表直後の市場は、利上げペースの判断材料となる日銀の今後の金融政策方針をめぐる説明が完全にタカ派的ではなく、慎重な姿勢を示す内容であったことから、小幅な円安で反応した。そして金融政策会合後の記者会見が行われ、植田総裁がこれまでの利上げに対する景気の反応を注視していく必要があると強調し、緩やかな利上げの方針を示唆したことを受けて、円安の動きは強まった。

今回の利上げを正当化する根拠として、日銀は、「緩やかな」賃金上昇と物価上昇の「好循環」が持続していることや、外的リスクをめぐる不確実性は残っているものの低下していると説明した。

声明文では、実質金利が引き続き「極めて低い水準」にあり、今回の利上げ後も「大幅なマイナスが続く」との見通しが明確に記されている。これは 0.75%でも政策金利が依然として緩和的な水準にあることを意味しており、日銀がこれまで発してきたシグナルと整合的である。日銀は「中立的」な実質金利の推計幅を  $-1 \sim -1.5\%$  としている(日銀ワーキングペーパー「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」の様々な自然利子率( $r^*$ )モデルを示した下チャート 1 を参照)。ざっくりとした試算ではあるが、それにインフレ率目標の 2%を足し直すと、名目金利では  $1 \sim 2.5\%$  のレンジが中立的水準の大まかな目安となる。

物価動向について、日銀は 2025 年 10 月の「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」の内容の通り、基調的な CPI インフレ率が 2026 年度の見通し期間後半に 2%の「物価安定の目標と概ね整合的な水準で推移」とみられる可能性が高まっているとしている。ただし、目標が達成されたとの見方を示すには至っていない。

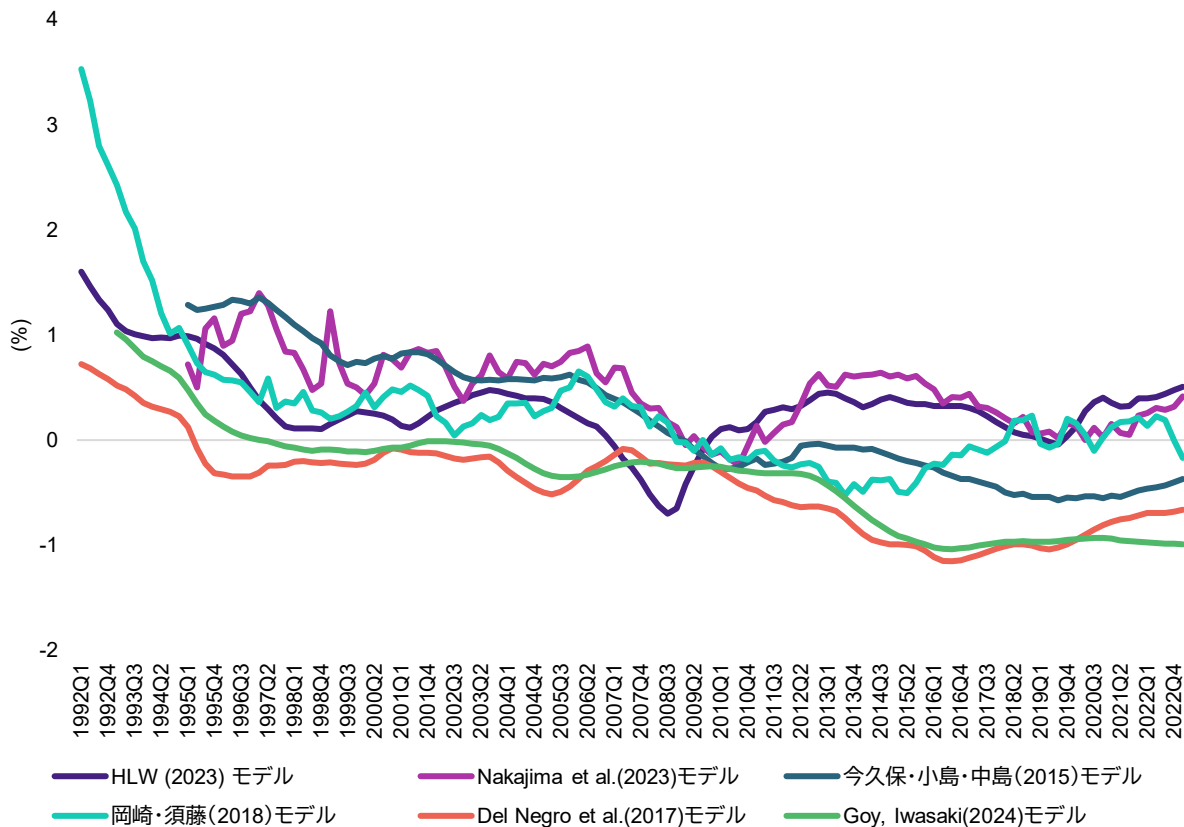


## 日銀:注目される「金融政策正常化」の速度

日銀によるフォワードルッキングな文言からは、緩和的な金融環境が維持され、「経済活動をしっかりとサポート」するとの見通しが示されたが、金融緩和縮小ペースを加速させる方針を示すには至らなかった。利上げ路線であることは明確であるものの、日銀は 10 月の展望レポートでの見通しと整合的に「経済・物価情勢の改善」が見られれば、それに応じて今後の政策金利引き上げのタイミングを判断していくとの姿勢を維持している。

市場では今後の財政出動観測も出てきており、景気回復による利上げを見込んだ長期金利の上昇傾向(ベア・スティーピングのバイアス)は今後も続く可能性がある。当面のインフレ加速の兆しが見受けられない場合でも、債券市場は先行きのリスクを織り込む傾向があるからだ。一方、植田総裁は、市場の「例外的」または無秩序な動きに直面する場合にはオペを実施する選択肢もあるとしながらも、日銀による大量の国債保有が引き続き金利低下圧力をもたらしている点も強調しており、異例の事態にならなければ介入(債券市場や短期金融市場でのオペ実施)には消極的であることが示唆される。

チャート 1:日銀による中立的な実質短期金利( $r^*$ :自然利子率)の推計



出所:日本銀行

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。