

門間 一夫の
経済深読み

日銀の「倍速利上げ」はあるか

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2025年3月24日

5月利上げなら「倍速利上げ」

日銀は3月18~19日の金融政策決定会合で政策金利を据え置いた。金融市場のとりあえずの関心は次の利上げのタイミングである。金利スワップ市場から試算される利上げ確率は5月24%、6月31%、7月26%、9月17%、10月18%となっている（3月24日午前、東短リサーチによる）。秋までに利上げがあることはほぼコンセンサスだが、具体的にどの会合かの予想はばらけている。次回「5月利上げ」説も4分の1ほどある。

日銀の利上げは、これまでおおむね半年に一度のペースだった（2024年3月、同7月、2025年1月）。次もちょうど半年なら7月だが、6月でも9月でも「おおむね半年」ではある。今年は特殊事情として7月に参議院選挙があり、日銀が政府と落ち着いて意思疎通できないリスクがある。そういう理由で7月を避けるなら、6月でも9月でも「7月の代わり」という位置づけになり、基本姿勢として利上げペースを変更したことにはならない。

それに対し「5月利上げ」なら意味合いは大きく異なる。通常、その時期の日銀会合は4月末であり、今年は休日の配列等により会合2日目が5月1日になる。だから「5月利上げ」と言っても実は「4月利上げ」であり、前回からの間隔は3か月である。これは「倍速利上げ」へのギアチェンジという強いメッセージになる。そこまで強いメッセージが必要なのは、基調的な物価上昇率が上がりすぎるリスクが大きい場合ということになるだろう。「ビハインド・ザ・カーブ」に陥っているなら、「ビハインド」の度合いをなるべく早く修正しなければならないからである。

基調的な物価上昇率は2%より低い

結論から言えば、今はそうした状況ではない。3月19日の記者会見で日銀の植田総裁は「基調的な物価上昇率はなお2%より低い」と説明した。高いインフレが3年も続く中で、「基調的な物価上昇率は低い」という説明は不自然に聞こえるかもしれない。しかし日銀は、物価上昇の期間だけで「基調的」かどうかを判断しているわけではない。「基調的」には表面的な時間要素だけでなく、「内生的」「自律的」といった物価変動メカニズムの評価も含まれている。

「評価」である以上これは総合判断なので、基調的な物価上昇率は「基調的な物価上昇率と日銀が考える物価上昇率」としか正確には定義のしようがない。だから日銀は、どのような指標を見ながら総合判断しているのかを説明する努力はしている。例えば、3月5日の内田副総裁の講演では、基調的な物価上昇率を捕捉する多くの指標が紹介されている(図表1)。そのほとんどが1%台であり、勢いよく2%を超えていく上昇加速感も見られない。

単純に消費者物価の中身からも、基調的な物価上昇率は高くなさそうに見える(図表2)。直近2月の消費者物価は全体で見れば前年比+3.7%と高い。しかし、全体を押し上げているのは圧倒的に食料(米や生鮮野菜など)とエネルギー(電気代など)である。これらの価格の上昇は、経済の強さを反映したものではなく、輸入原燃料高など供給サイドに主たる原因がある。

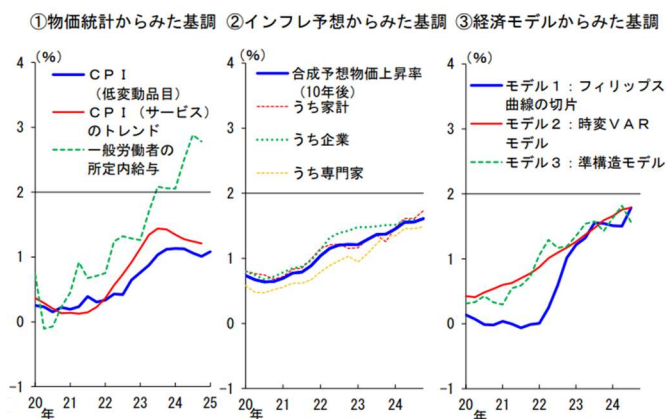
一方、サービス価格の上昇率は1%台半ばであり、これが基調的な物価上昇率のイメージに近い。サービスは人件費のウエイトが高いので、その価格動向には「賃金と物価の相互作用」という日銀が注目するメカニズムが働きやすい。1%台半ばとは言えサービス価格が上昇するようになっただけでも、数年前とは様変わりである。それでも日銀の物価目標は2%なので、サービス・インフレが2%に届いていない事実は日銀には重要である。

昨年の春闘賃上げ率は+5.1%と33年ぶりの高さであり、それが反映されてもサービス・インフレは今述べた程度である。今年の賃上げ率は連合の第2回集計で前年比+5.4%である(第1回は+5.5%だった)。この集計値は回を追うごとにやや低下する傾向があるので、最終的には+5.2~5.3%程度になる可能性が高そうだ。これは昨年より若干強いが、あくまで「若干」である。このぐらいの賃上げだと、それだけではサービス・インフレをはっきり加速させる力にはならないかもしれない。「倍速利上げ」に切り替えないと手遅れになるというほどの状況ではなく、日銀としてはむしろ、基調的な物価上昇率が本当に2%に達したと言えるのか、もう少し時間をかけて評価したいところではないか。

倍速利上げをやりにくい多くの理由

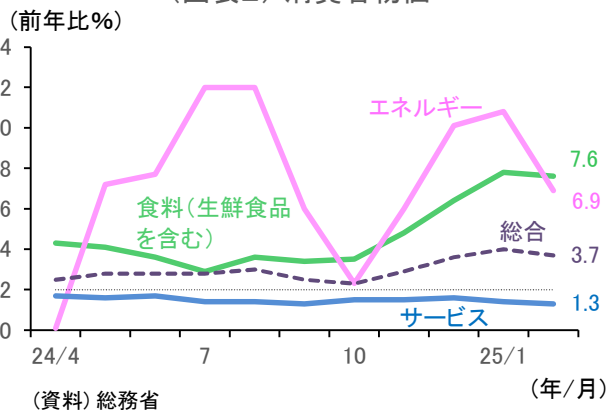
以上は倍速利上げが「必要ない」こと理由である。ただ、今はビハインド・ザ・カーブでなくても、将来にわたってそうならないとは限らない。金融政策で重要なのは、現時点のスナップショットより将

(図表1)日銀による「基調的な物価上昇率」



(資料) 内田眞一「最近の金融経済情勢と金融政策運営」(2025年3月5日)の図表より転載。

(図表2)消費者物価



来起こりうる事象のグラデーションである。

日銀は、現在の 0.5% という金利水準が物価上昇率に比べてきわめて低いこと、つまり実質金利が大きなマイナスであることに、繰り返し言及している。そこには、「今の低金利を長く続ければいずれビハインド・ザ・カーブになる」ことへの不安もにじむ。倍速利上げは「必要ない」のだとしても、できることなら「しておきたい」という気持ちもどこかにありそうだ。実際にはその気持ちを押し殺しているわけだが、それは倍速利上げを「やりにくい」たぐさんの理由があるからである。

第一に、景気情勢がぱっとしない。とくに、GDP の過半を占める個人消費がもたついている (図表 3)。前述した食料価格の上昇などが消費抑制の一因であるため、賃金が上昇を続ける一方それらの価格が落ち着けば、いずれ個人消費が緩やかに上向くと期待することはできる。しかし、確実にそうなるとも言えない今の段階では、利上げペースの加速を決断しにくい。

第二に、米国・世界経済を巡る不確実性が大きい。トランプ政権の政策を巡り世界中が揺れている中、この点は説明するまでもない。3 月 19 日の記者会見で植田総裁は「海外発の不確実性はここに来て急速に高まった」と述べた。次回会合までのひと月あまりで、その不確実性が有意に低下する可能性は低そうだ。

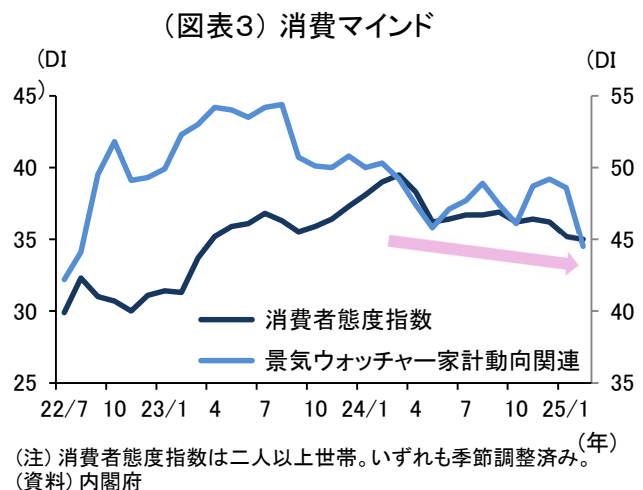
第三に、株価への影響である。米国一強トレードが崩れ、欧州株や中国株が受け皿になっている一方、日本株の地合いは今ひとつである。今の日本株には注目されるテーマが乏しいうえ、主要国中で日本だけが利上げ方向にある。利上げ後に株価が暴落した昨年夏の記憶も生々しい。

第四に、金融システムへの影響である。次の利上げで政策金利は 30 年も未経験のゾーンに入る。金融市場や金融機関経営に思わぬ影響が出るリスクが、徐々に高まると考えられる。日銀は、1 回利上げをしたら、やや遅れて出てくるものも含めてその影響を十分確認したいはずだ。金融政策決定会合に金融システム担当幹部が毎回出席することになったのも、そのことと関係している。

円安加速なら倍速利上げも

以上を踏まえると、5 月利上げはありえないように思えるが、前述の記者会見で植田総裁はその可能性を全否定はしなかった。円安阻止の必要性が急に強まる緊急事態も、起こらないとは言えないからだろう。昨年 7 月の利上げも、政府を為替介入に追い込む歴史的円安が日銀の背中を押した。その昨年夏に近い水準まで再び円安が進む中で、日銀は本年 1 月追加利上げに動いた。

最近の日銀が為替に敏感なのは、今や円安は生活を脅かす「国民の敵」であり、円安を許容しているとみられることの政治的リスクが大きいからである。トランプ政権との関係においても、日本政府は円安の進行を放置するわけにはいかない。日銀は、政府の経済政策との整合性を日銀法で求められており、



政府が円安阻止を望むなら日銀の利上げ動機は強まる。

しかも、仮に政治的配慮が真の動機だとしても、この局面で円安が進めば、純粋に金融政策のロジックだけでいつでも利上げを正当化できる。日銀の政策公表文に「為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている」と毎回書いてあるのは、その布石である。基調的な物価上昇率は、2%より低いとは言え徐々に2%に近づいている。そこに円安が加われば「基調的な物価上昇率の上振れリスクが高まった」という説明になる。実際、昨年7月もそういう説明だった。前述のとおり「基調的な物価上昇率」は総合判断であり、必要に応じて柔軟な使い方ができる。

ありうる2%ターミナル+1.5倍速

そうした「円安緊急利上げ」以外には5月の利上げは考えにくい。一方で、参院選の7月を避けて9月まで利上げを延ばすと、やや間延びした印象が強まり円安加速のリスクがある。そこで消去法により、次の利上げは6月と筆者は予想する。しかし、米国ひいては世界経済を巡る不安が長引くなら、選挙があっても7月、さらには間があいても9月以降へ先送られる可能性も十分ある。

一方、国内要因だけを見れば、本年中ぐらいには、前述のとおり個人消費が持ち直す可能性がある。賃上げがサービス価格の上昇ペースを思いのほか加速させることも、可能性として排除はできない。消費が回復しサービス価格も強いというアップサイド・シナリオなら、本当に基調的な物価上昇率の上振れリスクを心配しなればならなくなる。

景気を多少冷やしてでもインフレ抑制優先となれば、実質金利がせめてマイナスを脱する程度、すなわち2%程度までは政策金利を引き上げなければならなくなるかもしれない。ターミナルレートがそこまで高いのだとすると、日銀はビハインド・ザ・カーブであり、のんびりとしてはいられなくなる。

今のはあくまでアップサイド・シナリオであり、引き続き半年に一度程度の利上げで政策金利の着地も精々1%台半ば、というのが筆者のベースケースである。しかし、アップサイド・シナリオの可能性も、テールリスクというほど小さくはない。米国発の下振れリスクが顕在化しなければという条件付きだが、2025年度の後半あたりから、倍速利上げとまでいかななくても、1.5倍速（4か月に1回程度）へのギアチェンジはありうると考えておきたい。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。