

日本銀行の金融政策を考える

— 最近の政策判断とその背景 —

SBI 金融経済研究所 取締役理事 元日本銀行審議委員 政井貴子

最近の日本銀行の金融政策判断とその背景

本稿では、最近の日本銀行の金融政策判断とその背景を整理し、いくつかの視点を提示する。

1. 海外経済：通商政策リスクは残存も、成長シナリオは維持

2026年1月の展望レポートにおいて、日本銀行は、各国の通商政策や地政学的要因に起因する不確実性は残存ものの、世界経済全体としては緩やかな成長が続くとの見方を維持した。その背景として、高関税下にあっても堅調さを保つ米国経済の動向は特に注目される。今回の展望レポートのBOXでは、その構造について比較的丁寧な分析が行われている。それによれば、米国経済堅調の理由の一つである、予想外に堅調な個人消費について、資産効果と企業による漸進的な関税価格転嫁を要因としている。さらに米国におけるAI関連需要の拡大やデジタル分野への投資が、財政支出や緩和的な金融環境と相まって国内経済を下支えしている。他方で、こうしたAI関連投資の活発さが、国内のその他の設備投資や雇用の弱さを一定程度覆い隠している点にも言及しており、中長期的には、投資回収が十分に進まない場合、成長の下押し要因となり得る点について、留意が必要であるとの整理がなされている。

2. 日本経済：政府の経済対策とも相まって内需に底堅さ増す

日本経済について、日本銀行は「一部に弱めの動きがみられるが、緩やかに回復している」との判断を維持している。設備投資は、人手不足対応の省力化投資やDX・AI関連投資需要に支えられ、底堅く推移している。個人消費についても、物価上昇の影響を受けつつはあるが、雇用・所得環境の改善、冬の賞与増加、インバウンド需要、資産効果などを背景に、底堅さを幾分増しているとの評価が示されている。海外経済・通商政策を巡る不確実性や物価上昇の影響が残る中であっても、個人消費や設備投資を中心とする国内需要は底堅さを増しているとされ、政策委員の経済見通しとリスク評価においても、政府による経済対策の効果とも相まって、2026年度を中心に上方修正されている。これらを踏まえると、今回のレポートから読み取れる日本経済の基調判断は総じて強い。

3. 労働需給・賃金・価格形成：現状認識と政策判断の視点

政策判断の中心となっている労働市場や賃金設定の動向についてみると、労働需給に関し、日本銀行は、短観の雇用人員判断DIや地域経済報告などを通じて、人手不足感が広い業種・地域で確認されていると整理している。とくに、サービス業、建設業、運輸・物流などでは、人材確保が供給上の制約となりつつあるとの認識が示されている。こうした状況を背景に、賃金については、企業収益が全体として高水準を維持するもとの、賃金引き上げの動きが続いていると評価されている。また、その流れは大企業にとどまらず、地方・中小企業においても、人材確保や定着を意識した賃金対応として広がりつつあるとされている。

価格形成については、企業向けサービス価格指数などから、人件費上昇が価格に転嫁される動きが確認されている。政策判断において重要とされているのは、賃金や価格の動向そのものに加え、将来の物価や事業環境を見据えた形で、賃金設定や価格設定が行われているか、すなわちフォワードルッキングな行動がどこまで広がっているかという点である。現在の立ち位置は、まさにこの点を見極める段階にあるといえよう。

4. 金融環境：12月利上げ後の環境点検

こうした経済・物価動向の認識を踏まえ、日本銀行は12月の金融政策変更後における金融環境と経済主体の行動について点検を行っている。点検では、主に金利水準の変化が企業や家計の資金調達行動や意思決定にどのような影響を及ぼしているかが確認されている。その結果、企業金融では金融機関の貸出態度は総じて積極的であり、社債・CP市場を含め、企業の資金調達環境に顕著な悪化は確認されていない。また、家計部門についても、住宅ローン金利を含む各種貸出金利は名目上上昇しているものの、その水準は引き続き低く、住宅投資や消費行動を直ちに大きく抑制する動きはみられていないと整理されている。日本銀行は、金融環境は現時点では想定していた影響の範囲内で推移していると評価している。

政策判断の含意と正常化の過程

以下で、足元の政策判断が持つ含意について整理する。

展望レポートでは、見通し期間の後半において、物価上昇率が安定的に 2% 近傍で推移するとの見方を委員が共有している姿が示されている。また、経済・物価の基調が維持されることに一定の確度が高まったとしており、都度の政策判断は、利上げの可否を見定める局面にあるといえよう。市場では、現在の政策金利の到達点、いわゆるターミナルレートとして 1~1.5% 程度が意識されているが、潜在成長率の水準や期待インフレ率の上昇を踏まえれば、水準感自体に大きな違和感はない。とはいえ、日本を取り巻く環境は、政策判断に際して極めて不確実性の高い状況にある。予め内々に定めた目標金利に向かって行くというよりも、経済・物価・市場環境をその都度点検しながら判断することになる。重要なのは、それを支える前提となる経済の姿を丁寧にみていくことである。

加えて、中立金利という概念が実質的な意味を持つのは、政策金利がその水準を上回ったり下回ったりする局面を実際に経験しつつ、金利や物価があることを前提とした経済運営が定着している場合である。換言すれば、そうした経験を積み重ねられるかどうかは、日本経済の「正常化」がどこまで完成しているかを測ることに等しく、手探りで見極めていくしかない。足元では、賃金上昇の広がり、企業収益の改善、投資姿勢の変化といった前向きな動きが確認されており、その確度は徐々に高まりつつある。しかし、それが将来にわたって安定的に見通せる段階にあるかといえば、なお慎重な見極めが必要な状況だ。今後、日本経済の正常化が十分に確認されるまでの間は、景気の浮沈が生じる局面においても、企業の前向きなスタンスが維持されるかどうかを確認していくことが重要となる。

もっとも、その確認にあたっては、海外で指摘されている点にも留意が必要である。米国では、所得や資産の分布が偏在するもとの、消費や景気の動きを「平均的な指標」で捉えることの限界について、学界や政策研究の間で問題意識が共有されつつある。金融政策がマクロ的には妥当と評価される局面であっても、金利上昇の影響が、住宅ローン金利やクレジットカード残高といった特定のチャネルを通じて、限られた層に相対的に集中し得る点については、注意深い議論が行われている。こうした議論は、コロナ禍以降に用いられることの多い「K 字型経済」という概念とも親和的である。

我が国でも、デジタル化の進展や資産価格の上昇などを背景に、経済成長の恩恵が必ずしも均一にもたらされていない状況がうかがわれる。不均一な経済成長のもとでは、金融政策によるマクロ経済運営と政府の制度的・構造的な政策対応が、それぞれの役割を踏まえつつ連携がなされることが重要となる。そうした政策運営は、マクロ経済の安定化と分配面への配慮を両立させ、経済主体の期待形成を安定させる方向に作用し得る。その結果、賃金・投資・消費の前向きな循環の弾力性が高まり、経済社会の発展を支える基盤が形成されていく。こうした状態の定着こそが、真の正常化につながると考えている。

以上

ご留意事項

- 本資料はあくまでも発行限りとして頂き、関係者以外の方に開示されることのないようお願い申し上げます。
- 本資料は株式会社 SBI 新生銀行及びそのグループ会社の業務についてのご紹介を目的としており、資料に記載された特定の取扱業務及び取引の推奨、あるいは勧誘を目的とするものではなく、また発行がその実現性を保証するものではありません。
- 本資料は発行が信頼できると判断される情報をもとに作成しておりますが、その正確性・安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。
- 本資料の一部あるいは全部についての複製は、コピー、ファックス送付、郵送、譲渡等あらゆる手段において禁止されております。
- 本資料の記載には、主観的な判断が含まれる可能性があります。
- 実際の検討にあたりましては、貴社の監査法人、弁護士、公認会計士、税理士等の専門家に十分にご確認頂いた上でお取り進め下さい。
- 発行は、本資料の受領者が本資料の一部または全部を利用することにより生じた、いかなる紛争・損失・損害についても責任を負いません。