

# 日銀の市場との対話と金融市場の反応：翌日物金利 0.5%への利上げを分析して

伊藤 隆康\*

## 要 旨

2024年7月に実施された0.25%の利上げは政策変更を事前に織り込むスタイルではなかったため、市場ではサプライズ利上げと評された。一方、今回の利上げで日銀は、事前の市場との対話を重視する姿勢を鮮明にした。2024年11月30日に掲載された日本経済新聞による植田日銀総裁のインタビューから始まり、年明けには植田総裁と氷見野副総裁が利上げに向けた地ならしを行った。また、赤沢経済再生相が日銀の利上げ検討と政府がデフレ脱却を目指すことに「矛盾することはない」と述べたことも、市場の利上げ観測を高めた。2025年の年明けから徐々にOIS（Overnight Index Swap）レートは上昇を始め、1月14日の週における植田日銀総裁や氷見野日銀副総裁、赤沢経済再生相による発言、時事通信やロイターなどによる観測記事を受けて、市場が予想する日銀の利上げ確率が上昇を続けた。OIS1カ月物と日本国債2年物の動きを追った。2つの変数間の相関係数は0.845であったことから、日本国債2年物利回りは利上げ確率を織り込みながら、強含んでいったと考えられる。

キーワード： 日銀、金融政策、市場との対話、長期金利、OIS レート

---

\* 明治大学商学部教授 本研究は科研費基盤研究（C）（課題番号 24K04966）の助成を受けたものである。謝辞を述べたい。

## 1. はじめに

日銀は2025年1月23・24日に開催の政策委員会・金融政策決定会合（以下 決定会合）で、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を0.25%から0.5%に引き上げることを決めた。大規模緩和政策修正の変遷については表1に記した。

表1 大規模緩和政策修正の変遷

年 月	変更内容等
2023年4月	植田和男総裁が就任
7月	YCC(長短金利操作)の修正、上限を事実上1%に引き上げ
10月	YCCの修正、1%を目処にさらに柔軟化
2024年3月	マイナス金利政策の解除
6月	国債買い入れの減額方針を決定
7月	無担保コール(オーバーナイト物)誘導目標を0.25%に引き上げ
2025年1月	無担保コール(オーバーナイト物)誘導目標を0.5%に引き上げ

2024年7月に実施された0.25%の利上げは政策変更を事前に織り込むスタイルではなかったため、市場ではサプライズ利上げと評されたが、今回の利上げで日銀は事前の市場との対話を重視する姿勢を鮮明にした。11月30日に掲載された日本経済新聞による植田和男日銀総裁のインタビューから始まり、年明けには植田総裁と氷見野副総裁が利上げに向けた地ならしを行った。また、赤沢亮正経済再生相が、日銀の利上げ検討と政府がデフレ脱却を目指すことに「矛盾することはない」と述べたことも市場の利上げ観測を高めた。こうした日銀幹部や政府側による市場との対話に加えて、報道各社による利上げ観測報道を受けて、政策変更の当日24日までに金融市場はほぼ政策の変更を織り込んだ<sup>1</sup>。

本稿の目的は、追加利上げに向けた日銀の市場との対話とマスコミによる観測報道を検証し、それらによって市場金利がどのように変動したのか分析することにある。本稿の構成は次に述べるとおりである。2節では先行研究について述べる。3節では政策変更の内容について言及する。4節では日銀の市場との対話とマスコミによる観測報道を

<sup>1</sup> 日銀が定めたブラックアウト・ルールによれば、各金融政策決定会合の2営業日前（会合が2営業日以上にわたる場合には会合開始日の2営業日前）から会合終了当日の総裁記者会見終了時刻までの期間は、国会において発言する場合等を除き、金融政策及び金融経済情勢に関し、外部に対して発言しない。

記述する。5 節では金融市場の反応を追い、6 節でまとめる。

## 2. 先行研究

### 2.1 日銀の市場との対話と市場の反応

これまで海外において中央銀行の市場との対話を扱った文献には Blinder et al (2002) や Guthrie and Wright(2000)、Kohn and Sack (2003)、Issing (2005)、Ehrmann and Fratzscher (2007)などがあげられる。日銀の市場との対話について論じているのは須田 (2004)や武藤(2007)、伊藤 (2008)、伊藤(2023)、伊藤 (2024) である。須田 (2004) は透明性を向上させるべく情報発信を行うためには、どのような情報を出すかということに加えて、情報発信のフレームワークの構築が重要であると指摘する。

武藤(2007)によれば、市場参加者は発信された情報を、自らの経済・物価に関する情勢判断と照らし合わせて金利観を形成し、中央銀行は形成された金利、イールドカーブから市場の経済・物価認識を読み取ることが可能である。市場との対話とは、こうした双方向のコミュニケーションであり、一般論としてこうしたプロセスにおいて、具体的な政策変更のタイミングを示唆することは好ましくないとしている。しかし、武藤 (2007)が指摘する上記の点は、個々の政策変更には当てはまらないことがある。2000 年 8 月のゼロ金利解除や 2006 年 3 月の量的緩和政策の解除などの例を見てみると、日銀が事前に情報を発信して決定会合の前日までに、市場は政策変更を織り込んでいた。

伊藤 (2008) は市場関係者の間で問題が多かったと評価されている 2007 年 1 月から 2 月の金融政策運営に関して、(1)市場との対話はどのように行われたのか、(2)短期金融市場で形成された金融政策変更予想は中長期金利に影響を及ぼしたのか -- の 2 点を検証している。

伊藤(2022a)は事前報道や日銀幹部の発言を踏まえながら、2021 年 3 月に日銀が実施した点検の内容と金融市場の反応を検証している。同年 3 月に入ると長期金利は高止まったが、5 日の黒田・日銀総裁発言を受けて、長期金利は一時 0.07%まで低下した。その後の観測報道で長期金利は 0.1%を超える水準で推移した。点検で決定された骨子は、(1)長期金利の変動幅を上下 0.25%に拡大、(2)ETF の買い入れを TOPIX 連動のみに限定し買入額を柔軟化、(3)貸出促進付利制度を創設、の 3 点である。日本経済新聞の報道と翌日の日銀の正式発表を受け、長期金利は 0.1%を下回ったが、月末に向け 0.1%を越す水準まで上昇した。

伊藤(2023)は 2022 年 12 月の長期金利の上限拡大につき、まず、報道と日銀の市場との対話を通して本件の決定プロセスを検証した。続いて、1 月の決定会合の結果発表前日である 17 日までのデータを用いて、長期金利とイールドカーブの反応を分析した。過去 2 回の長期金利の変動幅拡大については、日銀は緩和政策の点検などを行ってから実施しており、決定会合だけを経て変動幅拡大が決定されたことは唐突感を否めない。日銀は市場との対話という観点から課題を残した。10 年物新発国債利回りは 12 月 20 日から強含み、2023 年 1 月 5 日に新たな上限である 0.5%まで上昇し、17 日までその水準を維持した。

伊藤(2024)はイールドカーブ・コントロール (YCC) の運用柔軟化に関する日銀の市場との対話は、日本経済新聞と共同通信社による内田日銀副総裁に対するインタビュー記事が主なものであったと結論付けた。メディアによる報道では、28 日午前 2 時の日本経済新聞による「日銀、金利操作を柔軟運用 上限 0.5%超え容認案」という記事が YCC の柔軟化という方向を決定付けた。1 月 17 日・18 日に開催の決定会合の結果発表前日である 17 日と 7 月 27 日・28 日に開催の決定会合の結果発表前日である 27 日における日本国債のイールドカーブの形状を比較すると、2022 年 12 月の YCC 上限引き上げ時に問題となった、8 年～9 年ゾーンを中心に利回りが 10 年物よりも高くなるイールドカーブのくぼみは解消されていた。

伊藤 (2025) によれば、日銀の幹部による情報発信による市場との対話とマスコミ各社による観測報道により、市場は徐々にマイナス金利政策の解除を織り込んでいった。前任の黒田総裁体制はサプライズを狙うものが多かった。一方、植田総裁体制は日銀幹部による情報発信により事前に市場に織り込ませるスタイルになっている。特に日銀幹部の中でも内田副総裁が重要な役割を果たした。今回のマイナス金利の解除だけではなく、2023 年 7 月における YCC 運用柔軟化の際にも、日本経済新聞などによるインタビュー記事での内田副総裁の発言が事前の市場との対話として重要な役割を担った。

## 2.2 日銀の金融政策変更と市場の反応

伊藤 (2011) は、2010 年 10 月 5 日に日銀が打ち出した包括緩和について、約 3 カ月という短期における効果を検証した。1 年物までの金利は包括緩和の実施約 3 カ月後には低下しており、短期金利の引き下げ効果はあった。時間軸を通じた長期金利の安定に関しては、基金による長期国債買入があったにもかかわらず、包括緩和導入直前と比

較すると上昇したことから、長期金利の低位安定効果はなかった。

伊藤(2014)は、2013年4月4日に導入を決定した量的・質的緩和が金融市場に与えた短期的な効果を検証した。3カ月後、6カ月後において緩和効果が認められたのが、短期金利(TIBOR3カ月物、12カ月物)と株価(TOPIX)、ドル円為替レートであった。一方、東証REIT指数に対する効果はなかった。

伊藤(2015)は、非伝統的な金融政策である包括緩和政策と量的・質的緩和政策が、金融市場に与えた短期的な影響(1カ月後、12カ月後)を検証した。包括緩和政策では1カ月後、12カ月後においてプラスの影響はなかったが、量的・質的緩和政策においては、東証株価指数とドル円為替レートがプラスの効果を示した。一方、共通しているのは、1年物までの短期金利の低下効力が12カ月後においても持続していた点である。

Ito(2016)によれば、2013年1月4日から2015年8月24日までにおいて、中長期の7年物、10年物、30年物では、国債利回りから金利スワップへの一方的な影響が確認できた。これは量的・質的緩和政策を通じて、日銀が市場から大量の国債を購入したことで国債の利回りが低下し、それに連動して金利スワップレートも低下したことを示す。また、量的・質的緩和政策は当初の思惑通りに7年以上のイールドカーブを平坦化させることに成功したといえる。

伊藤(2016)は、日銀が2015年12月18日に導入を決めた量的・質的金融緩和政策の補完措置が、金融市場に与えた影響を検証した。補完措置は導入の1カ月において株価やREIT、ドル円為替レートに対するプラスの効果はなかった。一方、平均残存期間を現在の7年~10年程度から、7年~12年程度に長期化するという対応とリスク回避モードの高まりを受けて、より満期の長い国債利回りや金利スワップレートが低下する形で、イールドカーブがフラット化した。

伊藤(2017)によれば、2016年1月のマイナス金利政策の導入決定の3カ月後と6カ月後において、中長期ゾーンを中心に国債利回りや金利スワップレートが大幅に低下した。日本国債5年物と10年物や金利スワップ5年物までが、マイナス0.1%を下回る水準まで低下した。一方、日本円TIBORの3カ月物と6カ月物も弱含んだが、プラスの水準を維持した。

Ito(2020)は日銀のマイナス金利政策が日本国債と金利スワップ市場に与えた影響に関して、2016年9月に導入されたYCCの時点で標本を分割して分析した。YCC導入の前では、国債と金利スワップ市場は2年から10年の満期で市場分断を示していたが、

導入後において市場分断は7年物と10年物に限定されていた。

伊藤(2021)によれば、新型コロナウイルス危機の拡大による金融市場の動揺を鎮めるために、日銀は2020年3月13日と17日、19日、23日にそれぞれ臨時の国債買入れオペを通知し、長期金利の上昇を牽制した。3月18日には新発国債10年物の終値利回りが0.07%まで上昇したことを受けて、日銀は翌3月19日には合計で1兆3,000億円の国債買入れオペを市場に通知した。19日のオペを受けて新発国債10年物は0.07%近辺から上昇することはなく、日銀が3月23日の国債買入れオペを通知して以降、10年物は低下しゼロ%近辺で安定的に推移した。

伊藤(2022b)は2021年12月の短期金利上昇に際して日銀が実施したオペと市場の反応を分析している。12月の日銀による国債買現先オペは、日銀による無担保コールレート・オーバーナイト物の加重平均がプラスのゾーンでの推移を許容しないという金融調節スタンスを明確にしたものである。YCCの下では、日銀は日銀当座預金の政策金利残高に対してマイナス1%を課すという政策をとっている。この点と無担保コールレート・オーバーナイト物をマイナス圏で推移させるという金融調節スタンスは整合的であると結論付ける。

### 3. 翌日物金利0.5%への利上げ(2025年1月23日・24日に開催の決定会合で決定)<sup>2</sup>

#### (1) 金融市場調節方針(賛成8反対1)

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%程度で推移するよう促す。

(2) 上記の金融市場調節方針の変更に伴い、以下のとおり、各種制度の適用利率の変更を決定した(賛成8反対1)。

#### ① 補完当座預金制度の適用利率

補完当座預金制度の適用利率(日本銀行当座預金<所要準備額相当部分を除く>への付利金利)については、0.5%とする。

#### ② 基準貸付利率

補完貸付制度については、その適用金利である基準貸付利率を0.75%とする。

(3) 貸出増加支援資金供給について、予定通り2025年6月末をもって新規の貸付けを終了する。なお、本資金供給を円滑に終了する観点から、経過措置として、7月以降、

---

<sup>2</sup> 詳細は別表1を参照のこと。今回の決定会合での主な意見は別表2に記した。

2025 年中は、満期到来額の半分を上限として、貸付期間 1 年の借り換えを認めることとした（全員一致）。

#### 4. 日銀の市場との対話と報道（一部抜粋）

##### 4.1 日銀の市場との対話

2024 年 11 月 30 日 植田和男日銀総裁 日本経済新聞とのインタビュー

（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は日本経済新聞のインタビューで、追加利上げの時期について「データがオントラック（想定通り）に推移しているという意味では近づいているといえる」と述べた。市場では 12 月か 2025 年 1 月の金融政策決定会合で日銀が利上げすとの観測が浮かぶ。植田総裁は国内賃金と米国経済を見極めたいとも主張し、拙速な利上げは避ける考えを強調した。

2024 年 12 月 19 日 植田和男日銀総裁、追加利上げへ賃上げ情報「もう 1 段ほしい」

（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は 19 日午後の記者会見で、経済・物価が見通し通りに実現すれば「政策金利を調整していく」と述べ、追加利上げの時期を見極める方針を示した。そのうえで「来年の春季労使交渉（春闘）のモメンタムなど今後の賃金の動向についても少し情報が必要と考えている」と述べ、特に賃金動向を点検していく姿勢をみせた。

2025 年 1 月 14 日 氷見野日銀副総裁 挨拶・記者会見 神奈川県金融経済懇談会

（日銀ホームページから）

「強い業況判断、高い水準が続いている企業収益、歴史的には低い水準にある労働分配率、人手不足、転職の活発化、最低賃金の引き上げなどからすれば、2024 年度に続いて強い結果を期待できるのでは、と願っております」。「年初の各界の方々の発言も前向きなお話が多かったように思います。先週開きました私どもの支店長会議でも、全体的に強めの報告が多く、特に、今後の継続的な賃上げを中期経営計画に盛り込むこととした企業についての報告が複数の支店長からあったのが印象に残りました。各種アンケート調査でも、賃上げ予定先比率や賃上げ率は、前年並みないし前年を上回る結果が多いようです」。「取りあえず 1 月の会合で議論する焦点というのは、1 月に利上げをする

かどうかというところが、議論の焦点になるだろうというふうに思います」。

2025年1月15日 植田和男日銀総裁、1月会合で「利上げ判断」（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は15日、23～24日に開く金融政策決定会合で「利上げを行うかどうか議論して判断する」と述べた。14日に氷見野良三副総裁が同様の発言をしたのに続くもので、日銀の正副総裁が決定会合直前に利上げの可能性を示唆するのは異例だ。日銀は1月会合でまとめる最新の経済・物価見通しを基に、20日に就任するトランプ米次期大統領の政策や国内外の市場の状況も考慮して、利上げの是非を判断する。植田総裁は全国地方銀行協会が開いた会合で、2025年の金融政策運営について「経済・物価情勢の改善が続いていくのであれば、それに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」と強調した。企業の賃上げに関しては「年初に各界の方々の発言や支店長会議で聞いた全国の様子は前向きな話が多かった」との認識を示した。

2025年1月16日 植田和男日銀総裁、1月会合「利上げ行うか議論」 前日発言踏襲  
金融政策（日本経済新聞から）

日銀の植田和男総裁は16日、第二地方銀行協会が開いた会合で、23～24日に開く金融政策決定会合について「利上げを行うかどうか議論し、判断する」と話した。15日に全国地方銀行協会が開いた会合での自身の発言を踏襲した。植田総裁は2025年の金融政策運営について「経済・物価情勢の改善が続いていくのであれば、日銀はそれに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく方針だ」と話した。利上げのタイミングについては「今後の経済物価、金融情勢次第だ」と話した。「米国の（トランプ）新政権の経済政策を巡る状況、春季労使交渉に向けたモメンタムは重要なポイントになると考えている」と述べた。

## 4.2 政府側からの情報発信

2025年1月14日 赤沢亮正経済再生相（ロイターによる報道から）

赤沢亮正経済再生相は14日の閣議後会見で、氷見野良三日銀副総裁が来週の金融政策決定会合で利上げ行うか議論をするとの発言に関し、日銀の利上げ検討と政府がデフレ脱却を目指すことに「矛盾することはない」と述べた。

#### 4.3 マスコミによる観測報道

2025年1月14日 時事通信社 日銀、春闘の勢いに手応え＝利上げ判断へ

日銀が、追加利上げの判断で重視する賃上げの勢いに手応えをつかんでいる。人手不足が深刻化する中、今月本格化する2025年春闘では、堅調な企業業績を背景に前年に続いて高水準の賃上げが実現する可能性が高いと判断。高関税政策を掲げるトランプ次期米政権の「初動」で内外の経済・金融市場が大きく混乱しなければ、日銀は23、24両日の金融政策決定会合で利上げに踏み切る可能性がある。

2025年1月17日 ロイター

日銀は23・24日の金融政策決定会合で、トランプ米次期政権の発足による市場の混乱がなければ、追加利上げを決める公算が大きい。0.5%への利上げを決定した場合も、経済・物価見通しが実現していけば「金融緩和の度合いを調整していく」方針を維持するとみられる。複数の関係者が明らかにした。関係者によると、日銀内で2025年度の賃上げに向けたモメンタムがしっかりしているとの声が広がるなど、追加利上げが実施できる環境は整いつつある。残る焦点は20日の米大統領就任演説や同日以降に打ち出される政策を受けた金融市場の動向だという。

2025年1月17日 18:00 日本経済新聞 日銀政策委員、過半が利上げ支持 市場見極め最終判断 (イブニングスクープ)

日銀が23～24日に開く金融政策決定会合で、政策を決める9人の政策委員の過半が追加利上げを支持する見通しであることが、複数の関係者への取材で分かった。追加利上げが決まれば政策金利は0.5%となる。20日に就任するトランプ次期米大統領の発信や、その後の国内外の市場の反応などを見極めたうえで最終判断する。

日銀は2024年7月末の決定会合で政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.25%へと引き上げると決めた。利上げすれば半年ぶりで、24年3月のマイナス金利解除以降で3回目となる。0.5%への利上げは07年2月以来。0.5%の水準は08年10月まで続いたため、17年ぶりの金利水準となる。

2025年1月17日 朝日新聞 日銀、利上げの公算大 賃上げの流れ評価、トランプ氏演説で最終判断

日本銀行が 23、24 日の金融政策決定会合で、追加利上げする方向で検討していることが分かった。大きな判断材料としていた新年度の春闘でも賃上げの流れが続くとの見通しが後押しとなったようだ。20 日に就任する米トランプ次期大統領の演説の内容や、それを受けた金融市場の反応をみて最終判断する。利上げすれば、銀行間で短期資金をやり取りする金利（無担保コール翌日物）の誘導目標を、現在の 0.25%程度から 0.50%程度に引き上げる。この金利水準になるのは 2008 年以来、約 17 年ぶりとなる。

2025 年 1 月 18 日 読売新聞 日銀 追加利上げ公算 23、24 日決定会合 市場見極め判断

日本銀行は 23、24 日に開く金融政策決定会合で、追加利上げを決める公算が大きい。今春に国内企業で高い賃上げが実現するとの見方を強めており、20 日に就任する米国のトランプ次期大統領の経済政策と金融市場の反応を見極めたうえで最終判断する。

追加利上げに踏み切る場合、政策金利を現在の 0.25%程度から 0.5%程度に引き上げるとみられる。0.5%程度への利上げは 2007 年 2 月以来、約 18 年ぶりとなる。

2025 年 1 月 18 日 NHK 日銀 “利上げの環境整う” 意見多く 金融政策決定会合で検討へ

日銀は来週 23 日、24 日に金融政策を決める会合を開き、当面の政策を議論します。日銀内では今の経済・物価の情勢や賃上げに向けた企業の動きから追加利上げの環境が整ってきたという意見が多くなっていて、会合で検討する見通しです。日銀は追加利上げの判断にあたって、これまでことしの春闘に向けた賃上げの動きやアメリカのトランプ次期大統領の経済政策によって経済・物価情勢の改善傾向が影響を受けないかどうかを確認したいという姿勢を示してきました。

2025 年 1 月 23 日 日本経済新聞 日銀、半年ぶり利上げ 0.5%へ 政府も容認の構え

日銀は 24 日に開く金融政策決定会合で、追加利上げを決める方向だ。政策金利を現状の 0.25%から 0.5%に引き上げる。利上げは半年ぶりで、政策金利は 2008 年 10 月以来、17 年ぶりの水準となる。物価が 2%を超えて推移しているほか、企業による賃上げが広がると判断し、金利の正常化を一段と進める。

—略—

決定会合に参加する財務省と内閣府も、会合での採決の先延ばしを求める議決延期請求権は行使せず、容認する構えだ。加藤勝信財務相は 21 日の閣議後の記者会見で「具体的な手法については日銀に委ねられている」と述べた。赤沢亮正経済財政・再生相は 14 日、日銀とは「よく連携が取れている。日銀に金融政策の具体的な手法はすべて任せている」と述べ、日銀の判断を尊重する意向を示した。

## 5. 市場金利の推移

### 5.1 OIS レート 1 カ月物

2024 年 11 月 20 日から 2025 年 1 月 24 日の期間における、OIS (Overnight Index Swap) 1 カ月物の推移を図 1 に示した<sup>3</sup>。OIS とは一定期間の翌日物レート(複利運用)と、数週間から 2 年間程度までの固定金利を交換する金利スワップである。通常、翌日物金利には日銀が毎日公表する無担保コールレート・オーバーナイト物の加重平均金利(Tokyo OverNight Average rate, TONA) が用いられる。向こう 1 カ月間における翌日物金利を予想して取引されるため、金融政策の変更に関する市場関係者の予想がレートに織り込まれる。

2025 年の年明けから徐々に OIS レートは上昇を始め、1 月 14 日の週における植田日銀総裁や氷見野日銀副総裁、赤沢経済再生相による発言、時事通信やロイターによる観測記事などを受けて、市場が予想する日銀の利上げ確率が上昇を続けた。

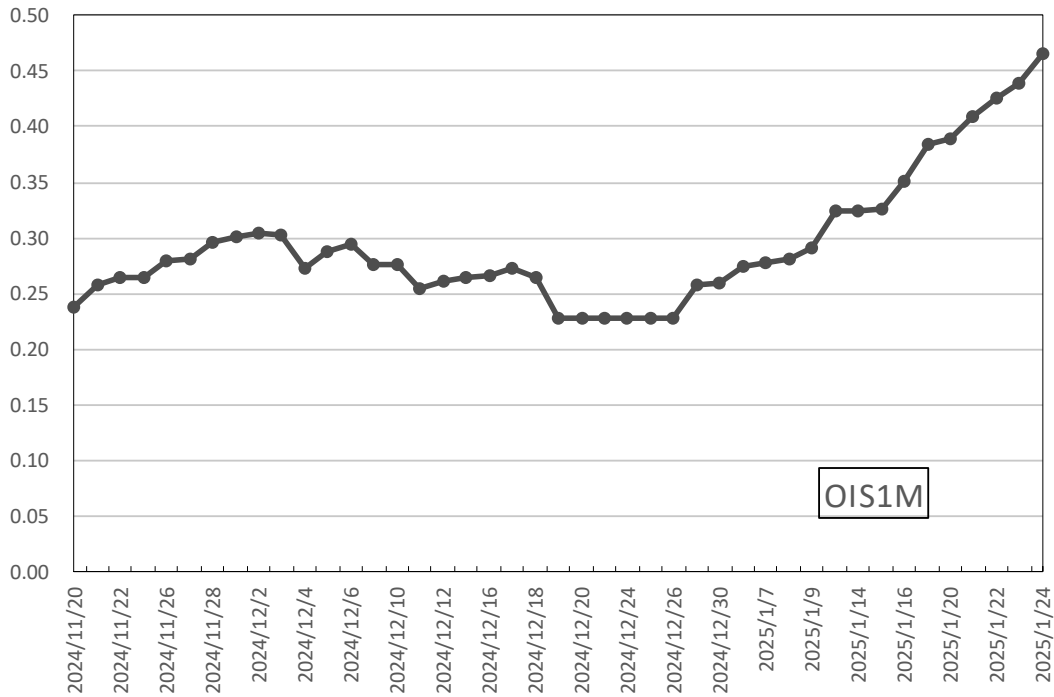
### 5.2 OIS レート 1 カ月物と日本国債 2 年物

2024 年 11 月 20 日から 2025 年 1 月 24 日の期間における、OIS (Overnight Index Swap) 1 カ月物と日本国債 2 年物の動きを追った。2 つのレートの動きについては、図 1 に記した。2 つの変数間の係数は 0.845 であったことから、日本国債 2 年物利回りは利上げ確率を織り込みながら、強含んだといえる。

---

<sup>3</sup> OIS 取引については伊藤(2007)を参照のこと。

図1 OIS1カ月物



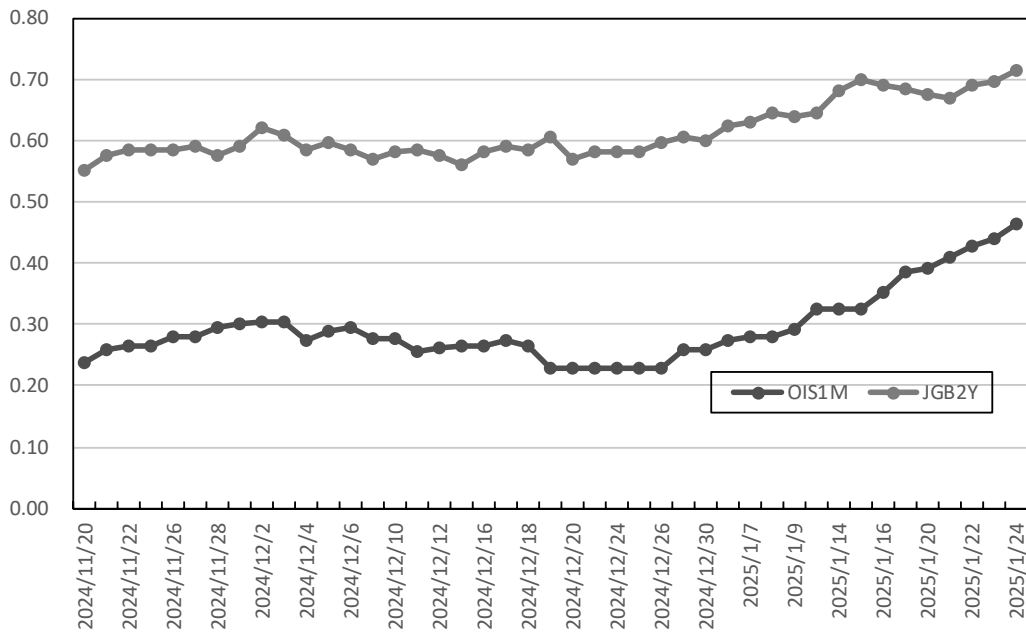
注

OIS1M = Overnight Index Swap Rate 1 カ月物

2024年11月20日から2025年1月24日

データソース: OIS1M= Datastream

図2 OIS1カ月物と日本国債2年物



注

OIS1M = Overnight Index Swap Rate 1 カ月物

JGB2Y = 日本国債2年物

2024年11月20日から2025年1月24日

データソース: OIS1M= Datastream, JGB2Y= 日本相互証券

## 6. まとめ

本稿の目的は、2025年1月に実施された翌日物金利0.5%への利上げに関して、日銀の市場との対話とマスコミによる観測報道を検証し、それらによって市場金利がどのように変動したのかを分析することにある。2024年7月の0.25%への利上げは政策変更を事前に織り込むスタイルではなかったため、市場ではサプライズ利上げと評されたが、今回の利上げは事前の市場との対話を重視する姿勢を鮮明にした。

2024年11月30日に掲載された日本経済新聞による植田日銀総裁のインタビューから始まり、年明けには植田総裁と氷見野副総裁が利上げに向けた地ならしを行った。また、赤沢経済再生相が日銀の利上げ検討と政府がデフレ脱却を目指すことに「矛盾することはない」と述べたことも、市場の利上げ観測を高めた。

2025年の年明けからOIS1カ月物は徐々に上昇を始め、1月14日の週における植田日銀総裁や氷見野日銀副総裁、赤沢経済再生相による発言、時事通信やロイターによる観測記事などを受けて、OISレートから計算された市場が予想する日銀の利上げ確率が上昇を続けた。OIS1カ月物と日本国債2年物の動きを追った2つの変数間の相関係数は0.845であったことから、日本国債の2年物利回りは利上げ確率を織り込みながら、強含んでいったと考えられる。

## 参考文献

- Blinder, A., C. Goodhart, P. Hilderbrand, D. Lipton, and C. Wyplosz (2002), *How Do Central Banks Talk: Geneva Report on the World Economy 3*.
- Ehrmann, M. and M. Fratzscher (2007), "Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness?," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.39, pp.509-541.
- Guthrie, G. and J. Wright (2000), "Open Mouth Operation," *Journal of Monetary Economics*, Vol.46, pp. 489-516.
- Issing, O. (2005), "Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April, Part1, pp.65-83.
- Kohn, D. L. and B. P. Sack (2003), "Central Bank Talk: Does It Matter and Why?"

*Finance and Economics Discussion Series*, 2003-55

- Ito,T.(2016), “Japanese Long-Term Interest Rates under the Quantitative and Qualitative Easing Policy- Analysis of JGB and IRS Markets,” 『平成 27 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団, pp.31 - 43.
- Ito,T. (2020), “Long Term Interest Rates under Negative Interest Rate Policy: Analysis of Japanese Government Bond and Swap Markets,” *Journal of Corporate Accounting and Finance*, Vol.30,pp.12-17.
- 伊藤隆康(2007), 「OIS(Overnight Index Swap)取引と金融政策」『新潟大学経済論集』単著, 第 83 号, pp.83-90.
- 伊藤隆康(2008), 「日銀の市場との対話－2007 年 1 月から 2 月の金融政策運営を分析して」『金融構造研究』第 30 号, pp.37-47.
- 伊藤隆康(2011), 「日銀の包括緩和政策に関する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』第 90 号, pp.237-247.
- 伊藤隆康(2014) 「日銀による量的・質的緩和政策の金融市場に対する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』第 96 号,pp.149-156.
- 伊藤隆康(2015), 「非伝統的な金融政策が市場に与えた短期的な効果の検証－包括緩和政策と量的・質的緩和政策の比較」『平成 25 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団, pp.10 - 18.
- 伊藤隆康(2016), 「量的・質的緩和政策の補完措置に関する市場との対話と短期的効果に関する検証」『平成 27 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団, pp.23 - 30.
- 伊藤隆康(2017), 「マイナス金利政策導入の短期的効果に関する検証」『平成 28 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団,pp1 - 8.
- 伊藤隆康(2021), 「新型コロナウイルス危機時における日銀の対応：2020 年 3 月の臨時国債オペの検証」『2020 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団,pp1 - 17.
- 伊藤隆康(2022a), 「日銀の金融緩和の点検：事前報道と金融市場の反応を中心に」『2021 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団, pp.1-18.
- 伊藤隆康(2022b), 「日銀のオペに関する分析：2021 年 12 月の短期金利上昇に際して」『2021 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』 ゆうちょ財団,pp.19-29.

伊藤隆康(2023),「YCC 下における長期金利の上限拡大に関する分析：日銀の市場との対話と長期金利の反応を中心に」『2022 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』ゆうちょ財団,pp.1-14.

伊藤隆康(2024),「2023 年 7 月における YCC 運用の柔軟化：市場との対話と長期金利の反応に関する分析」『2023 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』ゆうちょ財団,pp.1-14.

伊藤隆康(2025),「マイナス金利政策の解除に関する分析：日銀の市場との対話と金融市場の反応」『2024 年度 貯蓄・金融・経済 研究論文集』ゆうちょ財団,pp.1-20.

須田美矢子(2004),「中央銀行の情報発信と金融政策」日本金融学会 2004 年度春季大会 記念講演

武藤敏郎(2007),「中央銀行の政策決定と委員会制度」日本金融学会 2007 年度春季大会 記念講演

日本銀行(2024a),「金融政策の枠組みの見直しについて 2024 年 3 月 19 日」  
[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2024/k240319a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240319a.pdf)

日本銀行(2024b),「金融政策決定会合における主な意見 (2024 年 3 月 19 日開催分)」  
[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/opinion\\_2024/opi240319.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2024/opi240319.pdf)

(インターネット・ホームページ)

朝日新聞社ホームページ <https://www.asahi.com/>

時事通信ホームページ <https://www.jiji.com/>

日本銀行ホームページ <https://www.boj.or.jp/>

日本経済新聞ホームページ <https://www.nikkei.com/>

毎日新聞社ホームページ <https://www.mainichi.co.jp/>

読売新聞社ホームページ <https://www.yomiuri.co.jp/>

ロイターホームページ <https://jp.reuters.com/>

## 別表1 当面の金融政策運営について

2025年1月24日 日本銀行

[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2025/k250124a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2025/k250124a.pdf) からの抜粋

### 金融市場調節方針3針の変更について

1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（賛成8反対1）<sup>4</sup>。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。

2. 上記の金融市場調節方針の変更に伴い、以下のとおり、各種制度の適用利率の変更を決定した（賛成8反対1）。

#### (1) 補完当座預金制度の適用利率

補完当座預金制度の適用利率（日本銀行当座預金〈所要準備額相当部分を除く〉への付金利）については、0.5%とする。

#### (2) 基準貸付利率

補完貸付制度については、その適用金利である基準貸付利率を0.75%とする。

3. 貸出増加支援資金供給について、予定通り2025年6月末をもって新規の貸付けを終了する。なお、本資金供給を円滑に終了する観点から、経過措置として、7月以降、2025年中は、満期到来額の半分を上限として、貸付期間1年の借り換えを認めることとした（全員一致）。

4. わが国の経済・物価は、これまで「展望レポート」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は高まってきている。すなわち、わが国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。賃金面では、

---

<sup>4</sup> 賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、次回の金融政策決定会合において法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで、金融市場調節方針の変更を判断すべきであるとして反対した。

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。物価面をみると、賃金の上昇が続くもとで、人件費や物流費等の上昇を販売価格に反映する動きが広がってきており、基調的な物価上昇率は、2%の「物価安定の目標」に向けて徐々に高まってきている。こうしたもと、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、2024年度が2%台後半となったあと、2025年度も2%台半ばとなる見通しである。

この間、海外経済は緩やかな成長経路をたどっており、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ている。

こうした状況を踏まえ、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、金融緩和の度合いを調整することが適切であると判断した。政策金利の変更後も、実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていくと考えている。

5. 今後の金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、今回の「展望レポート」で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

以 上

（注）賛成：植田委員、氷見野委員、内田委員、安達委員、野口委員、中川委員、高田委員、田村委員。反対：中村委員。中村委員は、次回の金融政策決定会合において法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで、金融市場調節方針の変更を判断すべきであるとして反対した。

## 別表 2 金融政策決定会合における主な意見

(2025 年 1 月 23、24 日開催分)

2025 年 2 月 3 日

日本銀行

[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/opinion\\_2025/opi250124.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2025/opi250124.pdf) からの抜粋

### 金融政策運営に関する意見

#### 金融政策運営に関する意見

- ・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  
が実現する確度が高まっている。「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観  
点から、政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整することが適切である。
- ・基調的な物価上昇率は 2% の目標に向けて徐々に高まってきている。加えて、現実の  
消費者物価は、見通しどおりとなった場合、2022 年度から 4 年連続で 2% を有意に上  
回ることになり、コストプッシュとはいえ、経済主体の物価観は累積的に高まっている。
- ・利上げによる影響やそのペースのほか、足もとの経済・物価情勢を考慮すると、今回  
会合で利上げを行い、政策金利を 0.5% とすることが適当であると考え。今回会合  
での利上げは、市場の平均的な予想と比較してタカ派的でもハト派的でもないという意  
味で、十分に中立的なタイミングと考える。
- ・米国新政権の政策はこれから順次明らかになっていく。その影響の日本への波及は  
様々に出てくると思うが、ある程度の下方のストレスを吸収できる程度には、日本経済  
の頑健性は全体として高まっている。
- ・日米の金融政策の方向性が逆のもと、為替市場を中心とした大幅な市場変動を懸念し  
てきたが、米国経済の底入れで F R B の利下げ一時休止が見込まれるため、日本銀行の  
政策の自由度が増したと認識している。
- ・利上げ後も、実質金利は大幅なマイナスであり、経済・物価がオントラックであれば、  
それに応じて、引き続き利上げをしていくことで、そのマイナス幅を縮小していく必要  
がある。
- ・経済・物価がオントラックで推移する中、インフレ上振れリスクが膨らんでおり、金  
融緩和度合いを適時・段階的に調整していくことが適当である。
- ・新年度に向けた価格転嫁の一段の進展や円安進行で、物価が上振れる可能性もあるほ

か、不動産も含めた資産価格上昇で投資家の期待も高まっている。今後、過度な緩和継続期待の醸成による円安進行や金融の過熱を避ける観点から、金融緩和度合いの調整を行うことも必要である。

- ・日本経済の現状をみると、昨年前半までのような急激な円安の進行は決して望ましいものではない。一方で、円安是正が過度に進むといった逆のリスクにも相応に注意が必要と考える。

- ・大・中堅企業の営業利益は改善が続いているが、中小企業は昨年の賃上げ実施後に減益に陥っている。賃上げ余力の観点から、値上げ交渉の結果が業績に反映されるなどにより、中小企業の稼ぐ力が回復しているか、データで確認する必要があるほか、連合の3月集計結果、特に中小企業の賃上げ状況の確認も必要である。また、海外経済の不確実性も引き続き高い。このため、当面は現状の金融政策を維持することが適当である。

- ・将来的には、政策金利についての考え方や、基調的な物価上昇率に関する各種指標の位置づけを整理していくことが望ましい。

- ・上下双方向のリスクがかなり大きいことを考えると、利上げのペースやターミナル・レートを示唆することには極めて慎重であるべきである。

- ・企業や家計の予想物価上昇率は概ね2%程度となっているとみている。今後は、金融政策が影響を及ぼし得る「市場ベースの物価」（家賃や公共サービスを除いた物価）をよく見ながら、物価の上振れリスクに注意していくべき局面にある。