

日銀の追加利上げに関する観測：26年1月から7月の会合を対象に

伊藤 隆康*

要 旨

日銀金融政策決定会合間 OIS(Overnight Index Swap)取引（以下、日銀会合 OIS 取引）を利用して、金融市場における日銀の追加利上げ観測を分析した。2025年12月1日の植田総裁発言と12月9日の高市総理発言で、12月19日の利上げがほぼ織り込まれたことを受けて、先行きの決定会合（1月以降）での政策変更確率は上昇した。また、植田総裁による12月19日決定会合後の記者会見の後、さらに利上げ確率が強まった。12月末までに、6月の決定会合での政策変更確率は80%程度、7月では100%まで上昇した。2026年1月9日の時点で、市場関係者は日銀による利上げペースは約半年に1回を想定していることになる。

キーワード： 日銀、金融政策、市場との対話、OIS レート

1. はじめに

日銀は2025年12月19日、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%引き上げて0.75%にすることを決定した。本稿では日銀金融政策決定会合間 OIS(Overnight Index Swap)取引（以下、日銀会合 OIS 取引）を利用して、金融市場における日銀の追加利上げ観測を分析する。2章で先行研究を挙げているが、これまで日銀会合 OIS 取引を用いて市場における金融政策の先行き観測を分析したものは、伊藤(2008)に限られている。

12月1日の植田総裁による名古屋での講演で、市場関係者による12月の利上げ観測は強まり、9日の高市総理発言でほぼ確実視された。本稿では要人発言によって、2026年1月以降に開催される決定会合に関する市場が予想する利上げ確率は、どのように変

* 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。

化したのかを分析する。表 1 に追加利上げに関連した要人発言等を記した。

表1追加利上げに関連した要人発言等

日付	発言等
10月29日	ベッセント米財務長官「日銀に金融政策の裁量を認める日本政府の姿勢は、インフレ期待を安定させ、過度な為替変動を避ける上で重要だ」
10月30日	植田日銀総裁、決定会合後の記者会見「春闘の初動のモメンタムを確認したい」
11月18日	高市総理と植田日銀総裁が初会談
12月1日	植田日銀総裁、名古屋での講演「12月会合で利上げの是非を適切に判断」
12月9日	高市総理、国会答弁「金融政策の具体的な手法は日銀に委ねられるべき」
12月19日	植田日銀総裁、決定会合後の記者会見「金融緩和の度合いを調整していく」

2. 先行研究

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(2022)、伊藤(2023)、伊藤 (2024)、伊藤 (2025)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。本稿では決定会合間 OIS 取引を用いて分析している。

伊藤(2022)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も唐突感を否めない。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。

3. 追加利上げの内容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（全員一致）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%程度で推移するよう促す。

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（全員一致）。

(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、0.75%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1.0%とする。

4. OIS取引と分析に用いるデータ²

リスク・フリー・レートの用語集（全国銀行協会、2021）によると、OISは固定金利とTONA複利（後決め）を交換するスワップ取引のことをいう。日本円OISはリスク・フリー・レートとして特定された無担保コールオーバーナイト（O/N）物レート（TONA）の市場見通しを反映することから、その固定金利の水準は、銀行の信用リスク等をほとんど反映しない。取引は1週間から24カ月物といったカレンダーをベースにした取引と先々の日銀決定会合までの期間とする取引の2種類がある。本稿で用いる日銀会合OISは、ある決定会合での政策決定を受けたTONA金利（の平均）の水準は次の会合までにいくらになるのか、という市場の予測を反映するものと類推することができる。言い換えれば、OISの決定会合間取引は次回（将来）の決定会合までのTONA（翌日物

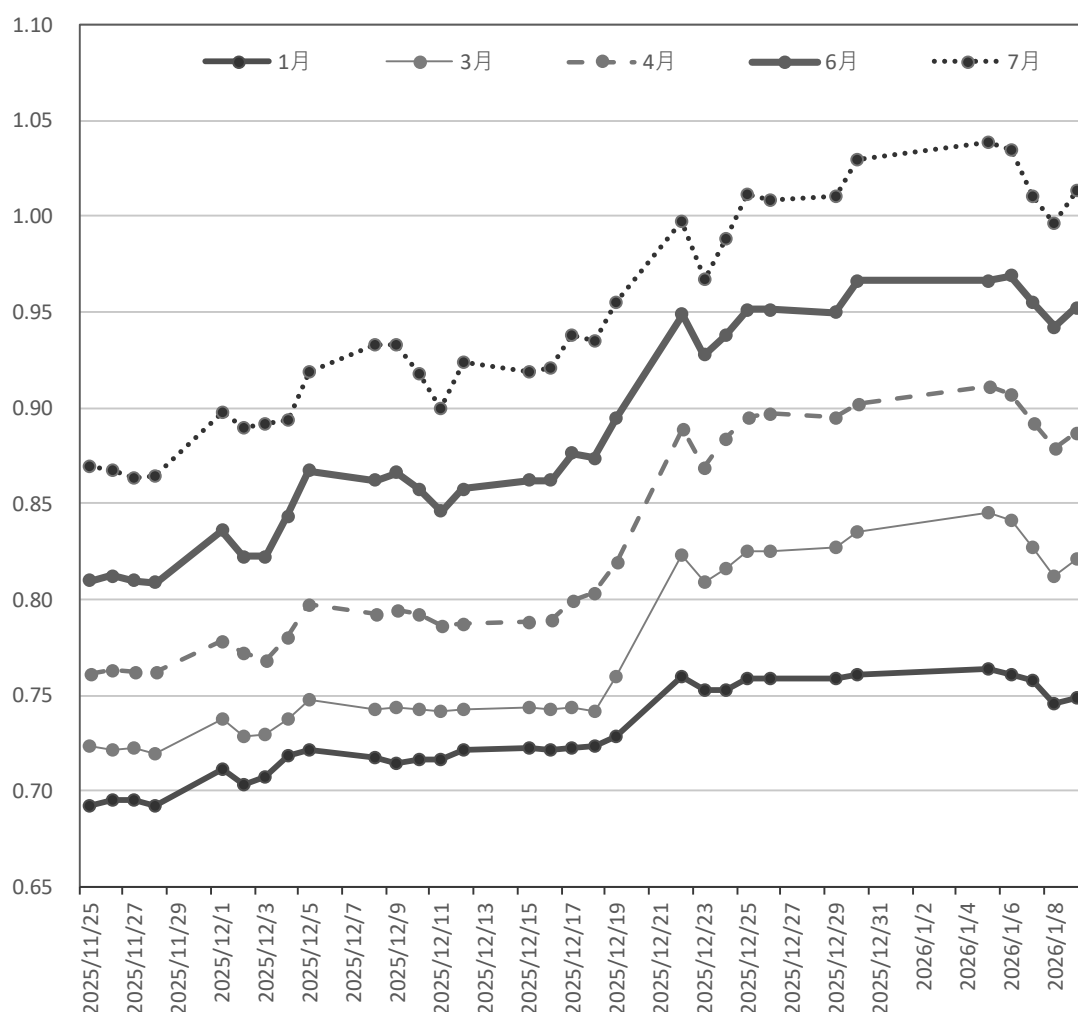
¹ 日本銀行ホームページ https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2025/k251219a.pdf からの引用。

² OISに関しては伊藤(20007)や全国銀行協会(2021)、東京短資(2026)、日本銀行(2018)を参考にした。

金利) の予想をベースに取引するため、他の金融商品と比べて市場が予想している金融政策変更確率を入手するには最も適している。

分析に用いるのは、2026年1月、3月、4月、6月、7月の日銀会合 OIS の日次データである。標本期間は2025年11月25日から2026年1月9日までである。データは東短 ICAP が QUICK 上で提供しており、オファーとビットの平均値を利用した。3月の日銀会合 OIS であれば、3月19日の決定会合での政策変更を予想して取引される³。図1にデータの推移を示した。

図1 原データの推移



注: 標本期間は2025年11月25日から2026年1月9日。
データは東短ICAPがQUICK上で提供しているものである。

³ 市場関係者の政策変更確率が100%近くになると、直近の会合を対象にした取引は、当該の決定会合開催日を待たずして、終了することがある。

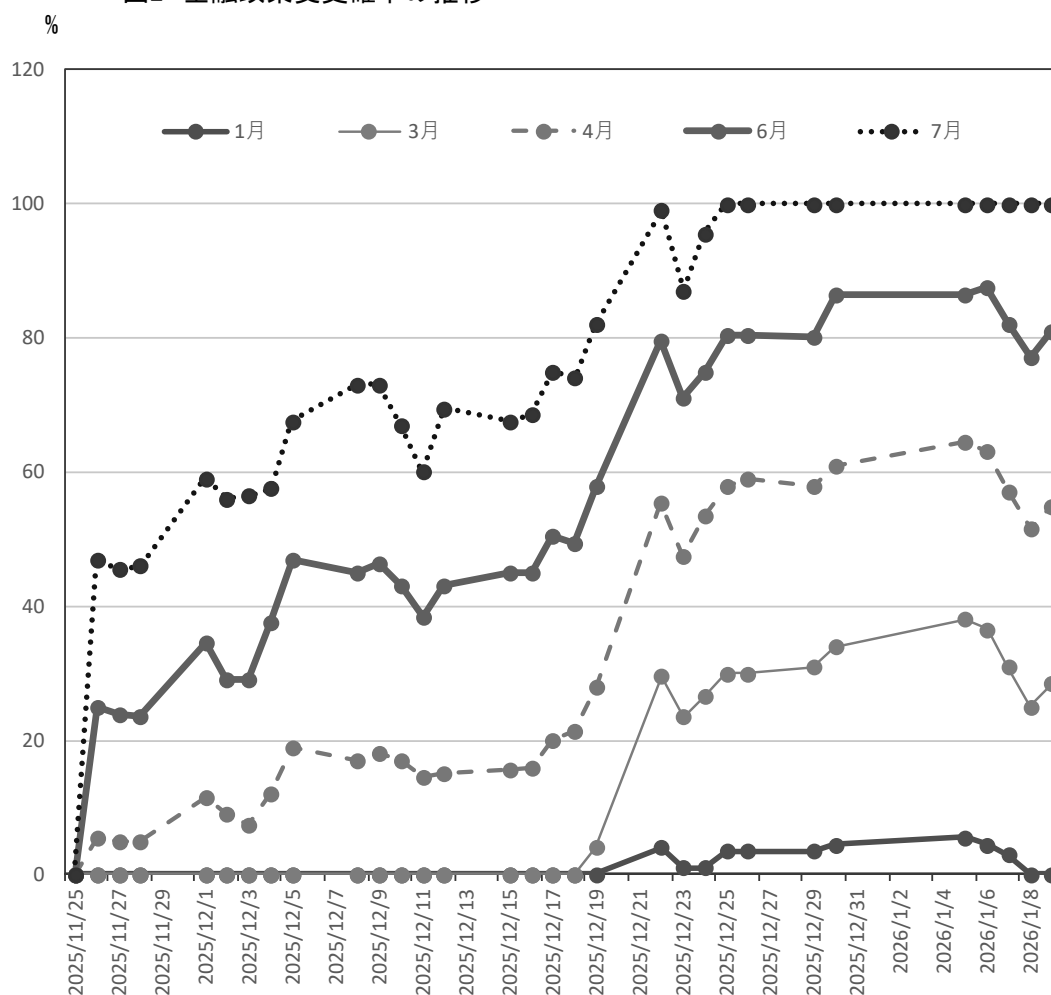
5. 追加利上げに関する観測

市場関係者が予想している金融政策変更確率を、(1)式で計算する。期間は2025年11月25日から2026年1月9日で、向こう5回（2026年1月、3月、4月、6月、7月開催分）の決定会合における政策金利の引き上げの織込み度合を計算する。

$$\text{確率} = \frac{(\text{OIS金利} - 0.75\%)}{0.25\%} \times 100 \quad (1)$$

(1)式では予想される利上げ幅が0.25%という前提で、OIS金利から政策変更前の無担保コールレート・オーバーナイト物金利の水準である0.75%を引いた値を0.25%で割って、市場関係者による日銀が利上げすると予想する確率を算出している。なお、計算値がマイナスになった場合は0とし、100を超えた場合は100とした。したがって予想された政策変更確率は0~100%で推移することになる。日々の予想された確率の推移に関しては図2に記した。

図2 金融政策変更確率の推移



6. まとめ

2025年12月1日の植田総裁発言と12月9日の高市総理発言で、12月19日の利上げがほぼ織り込まれたことを受けて、先行きの決定会合（1月以降）での政策変更確率は上昇した。また、植田総裁による12月19日決定会合後の記者会見の後、さらに利上げ確率が強まった。12月末までに、6月の会合での政策変更確率は80%程度、7月では100%まで上昇した。2026年1月9日の時点で、市場関係者は日銀による利上げペースは約半年に1回を想定していることになる。

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
- 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(2022), 「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(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

全国銀行協会(2021), リスク・フリー・レートの用語集.

東京短資(2026), ホームページ (<https://www.tokyotanshi.co.jp/archives/15647>) .

日本銀行(2018), 「日本円 OIS(Overnight Index Swap) 一取引の概要と活用事例」.

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