

2025. 12. 5



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

日銀の12月利上げは確実もその後が問題

～為替安定なら追加利上げの余地は大きくない～

ポイント

- 12月18日、19日の金融政策決定会合で利上げが実施されるのがほぼ確実な情勢に。政府と日銀が共有する問題意識は円安の進行だが、日銀の政策だけで対応するのは困難。米景気次第の面が大きい
- 円安加速なら日銀は意に反して利上げを急がなければならなくなるおそれ。ただ、仮に為替の安定を前提にした場合、日銀の利上げ余地は大きくない可能性が高い
- 現時点で金融市場における財政プレミアムの織り込みは限定的と見るが、今後については予断を許さず。結果として日銀が振り回される恐れも

1. 12月利上げがほぼ確実に

日銀の植田総裁は1日、名古屋での経済界代表者との懇談におけるあいさつで、「現在、日本銀行では、12月18日、19日に予定されております次回の決定会合に向けて、本支店を通じ、企業の賃上げスタンスに関して精力的に情報収集しているところです。決定会合においては、この点を含めて、内外経済・物価情勢や金融資本市場の動向を、様々なデータや情報をもとに点検・議論し、利上げの是非について、適切に判断したいと考えています（下線は筆者）」と述べた。日銀文学的には十分すぎる利上げ示唆である。植田総裁は、次なる利上げまでに、春闘の初動のモメンタムを見極めたいとしていた。その情報を「精力的に収集」というのは踏み込んだワーディングである。また、「利上げの是非について、適切に判断したい」というのは、前回利上げを実施した年初の1月会合前にも用いた表現である。

前回10月会合の「主な意見」や、その後の審議委員の講演等から、すでに日銀内で次なる利上げのムードが高まりつつある様子は確認できていたが、次回12月18、19日の会合までの間に、株価の急落等の突発的なアクシデントが起きない限り、利上げが実施されるのはほぼ確実な情勢になってきたと言えるだろう。

政府サイドも容認の構えである。木原官房長官は1日の記者会見で、植田総裁の発言を受けて12月の利上げの観測が高まっているとの指摘に対し、「今後の利上げを含め、金融政策の具体的な手法は日銀に委ねられるべき」と述べた。「今後の利上げを含め」の部分を除けば従来からの政府のコメントだが、「金融政策の具体的な手法」に利上げが含まれることを、公の場で初めて明言した点がポイントである。片山財務大臣も、2日の閣議後の記者会見で、「金融政策の具体的な手法は日銀に委ねられるべき」とし、「緩やかに回復しているという政府認識と総裁の認識は齟齬はない」と、金融政策を巡る環境についての意見相違がないことも強調した。

2. 共通の問題意識は為替

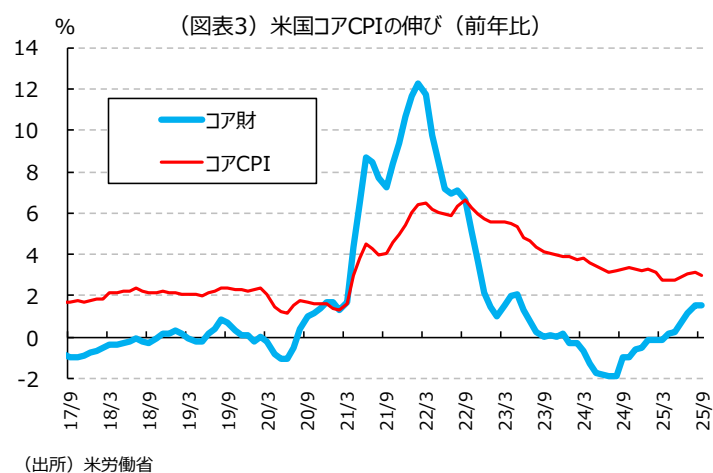
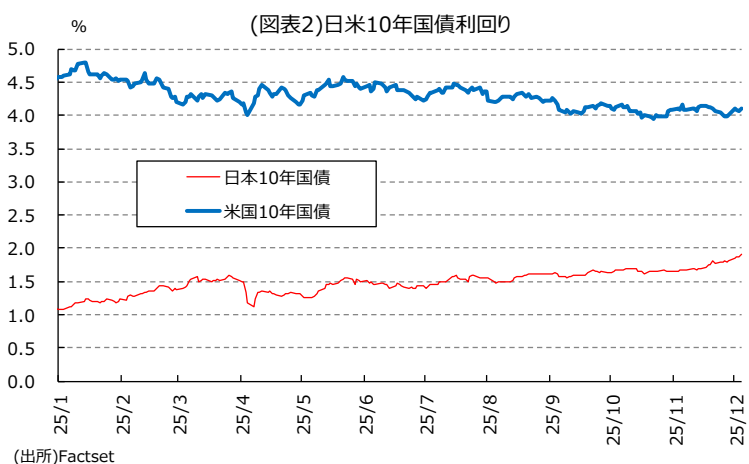
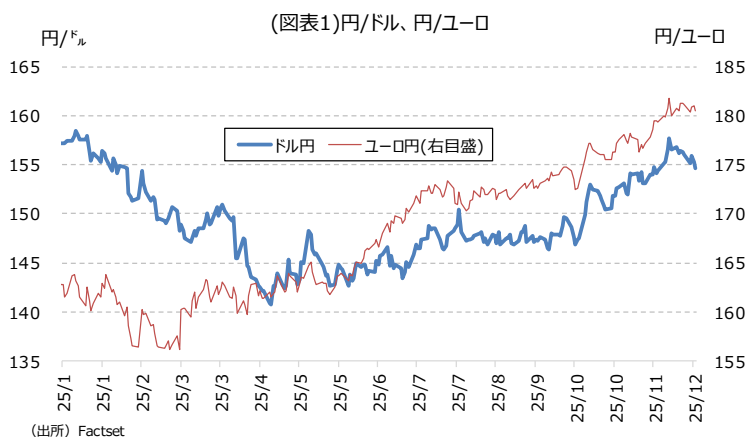
政府も日銀も明言は避けているが、利上げの必要性という点で両者が共有している問題意識は為替相場における円安の進行であろう。為替介入という手段もあるが、ベッセント米財務長官は円安の進行は日銀の利上げが後手に回っているためとのスタンスであり、市場介入は米国ので了承を容易に得られない可能性が高い。

もっとも、円は11月後半以降若干買い戻されてはいるものの、植田総裁の利上げ示唆後も155円/ドル近辺の動きとなっており(図表1)、日銀の政策が相場に与える影響には限界がある様子も示されている。一方で長期金利の方はおしなべて上昇、4日の10年国債利回りは1.9%に達した(図表2)。金利上昇が円相場に与える影響が限定的な理由として市場では、①金利上昇が主としてインフレ期待の上昇に伴うものであり、実質金利は大きく動いていない可能性、②長期ゾーンを中心に、金利上昇は一部財政プレミアムの織り込みを反映している。従って、円売りにはいわゆる日本売りの要素が含まれている可能性、③日米の金融政策の先行きの見方が変化した結果、日米金利差の縮小観測が後退している可能性等が取り沙汰されている。

いずれの要因が大きくても、円売り圧力が収まらないのであれば、日銀が利上げ継続を余儀なくされる可能性は高い。ただ、相場の動きに与えるパワーは、日銀よりも米連邦準備制度理事会(FRB)の方がはるかに大きい。この点、まずは来週9、10日に控えている米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果が注目される。

市場では、ここへきて、利下げが実施されるとの観測が高まっており、これが足元の円買い戻しの一因でもある。先行きのスタンスにも要注目である。市場では、来年央までにあと3回程程度の利下げが実施されるというのがコンセンサスだが、パウエル議長の会見等から、先行きの利下げ回数が減るとの観測が広がれば、やはり日米金利差の縮小観測が後退し、逆にドル買い円売り圧力が増す可能性も考えられる。米国では、関税を背景に、財価格がじわり再上昇の気配を見せており(図表3)、トランプ大統領も最近、「Make

America Affordable Again(アメリカを再び手ごろに)」というスローガンを口にする機会が増えている。一方、関税の影響が物価よりも景気の押し下げ圧力の方により強く表れ、雇用情勢の大幅悪化といった形で表面化すればドル売り要因にもなりうる。当研究所では、雇用関連統計の推移等から、今後景気減速感がもう少し強く出てくる展開を予想しているが、政府機関閉鎖の終了後、経済指標の発表がまだ十分に進んでいないこともあ



り、米景気の現状、先行きともよく見えない部分が多い。

3. 為替安定なら追加利上げの余地は小さい

仮に、為替相場の安定的な推移を前提とした場合、ここは市場の思惑通りで、先行きの利上げ余地はあまり大きくないとみている。あと2回利上げすれば、政策金利は日銀自身が中立金利の下限と見ている1%に達する(図表4)。したがって、植田総裁が、1日の講演後の会見で述べたような、「ブレーキを踏んでいるというよりは、まだ緩和的な状況にありますので、ある種、アクセルを踏んだ状態だけれどもアクセルの踏み方を調整しているという程度のものというふうにお考え頂ければと思います」という説明は次第に難しくなる。

筆者は従来から、ターミナルレートは1%と予想してきた。金融緩和は政策金利を中立金利以下の水準に引き下げて初めて効くが、黒田体制下であれだけ金融緩和を進めても、景気への

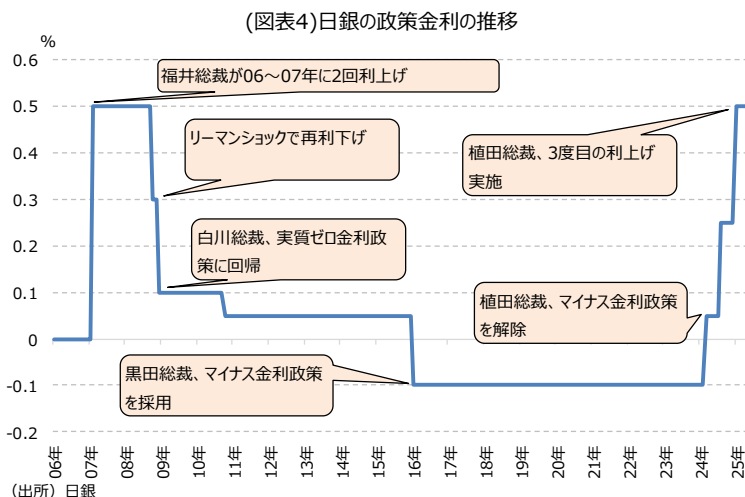
効果はわずかだったことに鑑みると、中立金利の水準はかなり低い可能性が高い。実質ベースではいまだマイナスではないか。中立金利の水準に達すれば、「金融政策の正常化」という段階は終了し、以降の利上げは本格的な引き締め領域に踏み込むことになる。そうなれば、政権の態度も変わってくる可能性がある。

植田総裁自身、元々日銀ボードメンバーの中ではハト派寄りであり、政権の態度如何にかかわらず、中立金利の水準が近づけばより慎重な判断を心がける可能性が高い。この点、植田総裁と高市首相のスタンスはそう大きく乖離しているわけではない。問題は「真の」中立金利の水準は誰にもわからないという点で、利上げに対する現実の経済の反応を逐一確認しつつ見極めていくしかないが、金融政策が景気にフルに効き始めるまでは、場合によっては1年以上の時間がかかる。今年も結局1月に利上げして以降、6会合、足掛け11か月にわたり政策金利をすえ置いてきた。

ただ、今回の会合では慎重なコミュニケーションが要求される。植田総裁は、これまで金融政策をすえ置いた会合では、すえ置き理由を丁寧に説明するあまり、市場にハト派的に受け止められる傾向があった。今回の定例会見で、近い将来の利上げ打ち止め感が市場で醸成されてしまうと、為替相場における円売りが加速しかねない。市場のために見解を歪曲する必要はないにしても、少なくとも本来のスタンス以上にハト派的に受け止められないよう、慎重な言葉選びが必要だろう。

4. 財政リスクは予断許さず

株価がそれなりに持ちこたえている現状を見れば、現時点で金融市場における財政プレミアムの織り込みは限定的とみるが、今後も金融市場の反応が、「責任ある積極財政」の制約要因となり続ける可能性が高い。高市首相自身、「責任ある積極財政はあくまでマーケットの信認が大事」といった発言を繰り返しているが、「責任」をどう果たしていくのかといった点に対する市場の疑念は容易に払しょくされないだろう。今後も積極財政の構えは見せつつ、規模に関しては比較的抑制された水準を維持せざるをえないのではないかと。これで金融市場が落ち着けばいいが、そうしたら再び規模拡大への機運が高まることで、結局同じことの繰り返しかもしれない。また、高市財政が景気に与える影響は現時点では不透明感が強いが、黒田緩和の時と同じで、効き目が出なければ出ないほど、さらなる追加財政をとという声が高まる可能性もある。結果として為替相場や物価の急変



動に日銀の金融政策が振り回される可能性もないわけではない。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：080-2298-8302

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411