2025.8.1

【日銀金融政策決定会合（25年7月）】

植田総裁は判断をじわり前進させる
～次なる利上げは10月か～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **7月30日、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。ただし、展望レポートや植田総裁の会見は、次なる利上げに向けて一歩前進といった内容**
- **植田総裁は、関税の影響についてはなお慎重に見極める姿勢を示したが、利上げのタイミングを図るうえでカギとなる「見通しの確度」については、「少し高まった」と判断を前進させた**
- **9月短観の結果を確認し、10月末の次々回の決定会合での利上げが有力か。ただし、2026年にかけて利上げペースを加速させる状況には至らないと見る**

１．金融政策は予想通りのすえ置き

7月30日、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。日米交渉が合意に至った直後の会合ということで、直前の金融市場では少数ながら利上げを予想する向きもあったが、さすがにこのタイミングでの利上げは拙速との批判にさらされていたことだろう。これまでの関税交渉を巡る不透明感から企業マインドは悪化気味、コメ価格の高騰で個人消費も冴えず、利上げを急がなければならない理由は乏しかった。もっとも、会合後に公表された展望レポートや、植田総裁の定例会見は、市場の事前予想との比較ではややハト派的だった模様だが、次なる利上げに向けて一歩前進と受け止められる内容であった。

２．展望レポートは若干明るめに

会合後に公表された四半期に一度の展望レポートは、日米貿易交渉の合意もあり、前回4月との比較ではやや明るめのトーンになった。以下、展望レポートの構成に沿って、前回からの変更点と、植田総裁が会見で補足した内容をフォローする。

(図表1)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	24年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2025年度	実質GDP	1.1	1.1	0.5	0.6	0.5
	コアCPI	1.9	2.4	2.2	2.7	2.3
2026年度	実質GDP	1.0	1.0	0.7	0.7	0.9
	コアCPI	1.9	2.0	1.7	1.8	1.8
2027年度	実質GDP	－	－	1.0	1.0	1.1
	コアCPI	－	－	1.9	2.0	1.9

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

まず、とびらのページの「概要」で、主要な変更点が確認できる。最初の経済見通しの項は全文一致だったが、2番目の物価見通しの項では、前回4月の展望レポートで2%台前半とされていた2025年度の消費者物価（除く生鮮食品、以下コア

CPI）の見通しが 2%台後半へと上方修正された。政策委員の大勢見通しの表では前年比＋2.2%から同＋2.7%へと大きめの上方修正だったことが確認できる（図表 1）。ただ、「2026 年度は 1%台後半、2027 年度は 2%程度」という、見通し期間の後半にかけて 2%に向けて収束していくとの見方は維持された。

物価の背景説明の変更点は一ヵ所で、「これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところのコメなどの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる」が、「このところのコメなどの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる」へと約半分になった。輸入物価についての言及が削除されたためで、足元の円安進行に伴い、輸入物価の上昇圧力がしばらく残るとの見方に変更した可能性が考えられる。

3 番目の、前回の見通しとの比較を述べる項では、成長率は概ね不変、物価は 2025 年度は食料品価格上昇の影響を主因に上振れ、2026 年度と 2027 年度は概ね不変とされた。植田総裁は会合後の定例会見において、2025 年度の上振れについては、「***食料品価格のここまでの上昇を反映したもの***」と述べ、今後は低下に向かうと予想しているので、「***金融政策がどっち側に左右されるというような種類のものではない***」と、上方修正は利上げに直結しないと説明している。

4 番目のリスク要因の項では、通商政策についての「不確実性はきわめて高く」という表現を「不確実性は高い状態が続いており」へと、警戒感をやや緩めた。ただ、経済についての 2025 年度、2026 年度とも下振れリスクの方が大きいとのリスクバランスは変えなかった。植田総裁は会見で「***今回の合意は大きな前進***」と述べる一方、「***これまでより低下したとはいえ、各国の通商政策等の影響に関する不確実性はなお高い状況が続いています***」と、引き続き関税政策への警戒が必要との姿勢を示した。今後の利上げのタイミングとの関連については、「***経済物価情勢が改善し、基調的な物価上昇率が高まっていくという見通しの確度やリスクを確認しながら、先行きの利上げの是非やタイミングを毎回の決定会合において適切に判断***」とし、従来から述べている「見通しの確度」がカギになるとのスタンスである。一方、違う記者とのやりとりの中では、今回の展望レポートでは 2025 年度の物価を除けば見通しをあまり変えていないが、「***見通し実現の確度のようなものは、少し高まった***」と判断を前進させている。

一方、物価については、4 月展望レポートの、2025 年度と 2026 年度は下振れリスクの方が大きいとの見解が、「概ね上下にバランスしている」へと上方修正された。植田総裁は、「***25 年度の物価見通し、中心的な見通しをかなり大きく引き上げましたので そこからは物価の上下見通しはバランスしているという姿になっているということ***」と、先行きの物価見通しを上方修正した結果としてのバランス変更ではないことを強調している。

３．景気判断は現状維持

本文の冒頭の章である「１．わが国の経済・物価の現状」では、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」との景気判断が維持された。景気判断については、展望レポートの発表月だけではなく毎回の会合で実施しているが、2024 年の 3 月以降、これで 12 会合連続で同じ判断が続いている（図表 2）。主要項目別では、個人消費が「緩やかな増加基調」から「底堅く推移」へと小幅下方修正された以外は、前回 6 月の判断が踏襲された（図表 3）

（図表 2）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備　考
22 年 7 月 21 日	持ち直している	↑	4 会合ぶりの上方修正
22 年 9 月 22 日	持ち直している	→	
22 年 10 月 28 日	持ち直している	→	
22 年 12 月 20 日	持ち直している	→	

23 年 1 月 18 日	持ち直している	→	
23 年 3 月 10 日	持ち直している	→	
23 年 4 月 28 日	持ち直している	→	
23 年 6 月 16 日	持ち直している	→	
23 年 7 月 28 日	緩やかに回復している	↑	1 年ぶりの上方修正
23 年 9 月 22 日	緩やかに回復している	→	
23 年 10 月 31 日	緩やかに回復している	→	
23 年 12 月 19 日	緩やかに回復している	→	
24 年 1 月 23 日	緩やかに回復している	→	
24 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	↓	22 年 3 月以来の下方修正
24 年 4 月 26 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 6 月 14 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 9 月 20 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 10 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 12 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 1 月 24 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 5 月 1 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 6 月 17 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	12 会合連続で同じ表現

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表 3）個別項目の判断

項　目	2025 年 6 月（業況感は 4 月）	2025 年 7 月	方向性
海外経済	各国の通商政策の影響を受けて一部に弱めの動きも見られるが、総じてみれば緩やかに成長している	各国の通商政策の影響を受けて一部に弱めの動きも見られるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸出	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている	→
鉱工業生産			
企業収益	改善傾向にある	改善傾向にある	→
業況感	良好な水準を維持している（4 月）	良好な水準を維持している	→
設備投資	緩やかな増加傾向にある	緩やかな増加傾向にある	→
雇用・所得環境	物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している	物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	→
個人消費			↘
住宅投資	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
公共投資	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
金融環境	緩和した状態にある	緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	緩やかに上昇している	緩やかに上昇している	→

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

4．賃金と物価のプラスの循環は維持される見通し

「2．わが国の経済・物価の中心的な見通し」の章では、まず経済見通しの大枠について、先行き成長ペースがいったん鈍化した後、再び成長率を高めていくという従来の見通しが維持された。個別項目では、現状判

断同様、個人消費が小幅下方修正された。4 月時点では、「当面は物価上昇の影響を受けつつも、雇用者所得の増加が続くことなどから、緩やかな増加基調を維持するとみられる」とされていたところ、今回は「物価上昇の影響で、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる（下線部筆者、以下同様）」へと、横ばい圏内の局面を挟むとの見方が示されている。

物価見通しの項では、概要部分で言及した箇所のほか、日銀が重視する基調的な物価上昇率の改善傾向が続くことを強調する変更が施された。すなわち、4 月時点の「消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していく」という文が、「成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むことが見込まれる。もっとも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率は徐々に高まっていく」へと、景気減速下でも賃金と物価の好循環は途切れないとの見方を示す一節が追加された。成長ペースが多少鈍化しても、正常化路線を続ける意思を示したと受け止めることができる。

植田総裁は会見でも、物価や成長率が伸び悩むなかでの利上げの判断について、「***多少上昇率は低下しても、プラスに影響をし合うというメカニズムが続いていくかどうかというあたりは一つの大きな判断材料になる***」と述べている。また、「***ここから経済あるいは物価が多少下振れた場合に、やはり私どもの立ち位置としましては、政策金利が 0.5%の低い水準であるということは意識していないといけない***」と、現状の政策金利がなお緩和的な水準にあることも利上げ継続の根拠になるとの姿勢を示している。

５．コメ価格上昇の二次的な影響も注視

「３．経済・物価のリスク要因」の章で挙げられている項目は、順位含め4月から変わらなかった（図表4）。ただ、経済の第１のリスクである「各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向」の項では、「通商政策等に関しては、日米間の交渉が合意に至るなど、前向きな動きがみられている」という一文と、「最近の米国や欧州等における財政拡張的な動きなどが、世界経済を押し上げる可能性にも留意する必要がある」という、いずれも前向きな内容の二文が追加された。

（図表 4）展望レポートにおける経済･物価のリスク要因

＜経済のリスク要因＞

	2025 年 1 月	2025 年 4 月	2025 年 7 月
第 1	海外の経済･物価情勢と国際金融資本市場の動向	各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済･物価動向	各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済･物価動向
第 2	資源･穀物価格を中心とした輸入物価の動向	輸入物価の動向	輸入物価の動向
第 3	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響

＜物価のリスク要因＞

	2024 年 10 月	2025 年 4 月	2025 年 7 月
第 1	企業の賃金･価格設定行動	企業の賃金･価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響	企業の賃金･価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響
第 2	今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

物価のリスク要因の項では、第1のリスクである「企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響」の説明部分で、前回4月の「企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、成長ペースが鈍化するもとでも、こうした傾向は維持されると想定」という一文が、「企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、成長ペースが鈍化し、物価に対する下押し圧力として作用する下でも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持されると想定している」へと、物価見通しの章と同じ加筆がなされた。

また、コメなどの食料品価格上昇については、前回の「それ自体は天候要因等を背景とするものだとしても、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要である」との文が、「天候要因等の影響が大きく、消費者物価の押し上げ寄与は次第に縮小していくと想定している。もっとも、最近の価格上昇には、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響しており、企業の賃金・価格設定行動次第では、価格上昇が想定以上に長引く可能性もある。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化した場合には、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要である」と大幅な加筆を実施した。本来は一時的な要因であるはずのコメ価格の上昇が、基調的な物価上昇率に影響を与える確率をより高く見積もるようになった様子を示したもので、植田総裁が物価目標の達成の確度が高まったと考える一因になった可能性がある。

最後の「4. 金融政策運営」の章では、前述の通商政策の不確実性に関する記述を除けば、大きな変更はなかった。

６．次なる利上げは 10 月か

決定会合後の為替相場では一時円売りが進んだが、これは、日米合意の直後に実施された内田副総裁の講演から、もう少し利上げに前向きな内容を予想していた向きが多かったためと考えられる。内田副総裁の会見は、物価目標の達成の「確度は上がっていることに当然なる」と述べるなど、かなり強めのトーンであった。ただ、植田総裁の会見も、内田副総裁の発言をオブラートに包んだ形ではあったが、同じ方向を向いている。金融政策が物価上昇に対し後手に回る「ビハインド・ザ・カーブ」のリスクは大きくないと再三述べたことも、市場の受け止めに影響を与えた可能性があるが、記者から問われればこう答えるしかないというレベルで、次なる利上げに慎重な姿勢を示す意図があるようには感じられなかった。

筆者は、日米合意の前までは、次なる利上げは年明けの 1－3 月と考えていたが、今では年内に前倒しされる可能性が高まったとの認識である。関税政策に対する不透明感の緩和に伴い、9 月短観では製造業を中心に、企業マインドが急回復しつつある姿が示されよう。これにより生産や設備投資等、企業活動の活発化が見込まれる。これまでマイナス圏の推移が続いてきた実質賃金も、高めの賃上げと物価の落ち着きに伴い、年後半は均せば小幅のプラス圏での推移が展開が見込まれる。植田総裁も会見で「***年後半にいくにつれて実質賃金については良い動きが出てくる***」と述べた通りである。短観が発表されたあとの 10 月の決定会合が次なる利上げのタイミングとしては最有力とみる。

そうならない場合では、9 月に前倒しされる可能性よりも、12 月以降に後ろ倒しされる可能性の方が高いだろう。植田総裁は、「***ソフトな情報だけで金融政策の判断をすることがあるかということですけれども、絶対ないとは申し上げられませんが、今の局面では特に関税政策の影響が様々な輸出、生産、アメリカであれば雇用、その他ハードデータにどういう影響が現れてくるかということを見たい***」と、ハードデータ重視の姿勢を示している。そのために要する時間については明言しなかったが、ソフトデータよりも見極めに時間がかかるのは確かである。また、賃金と物価の好循環をしっかり確認するため、来年の春闘に向けた雰囲気まで見極めたい

と考えるかもしれない。なお、7 月 24 日付のレポート、「日米貿易交渉が急転直下の合意　～日銀の利上げ時期は前倒しか～」で 1 章を割いて説明した通り、政局の動向も少なからず金融政策のかじ取りに影響を与えることになりそうである。

先行きの日本経済がバラ色というわけではない。実質賃金のプラス幅はあくまで小幅であり、個人消費を力強くけん引できるほどではない。相互関税の 15%と中国経済の低迷が輸出を下押しする状況も続くだろう。エネルギーと食料を除く物価上昇率が 1%台で推移しているところからも、基調的な物価上昇率は十分に高まっているわけではなく、これは植田総裁も認めている通りである。2026 年度以降も、賃金と物価の上昇の好循環が実現したのかどうか必ずしも判然としない状況が続くなか、日銀が利上げペースを加速させる状況には至らないと見ている。ターミナルレートは 1～1.25%と見ており、メインシナリオは 1%である。

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：03-6261-7947
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