2025. 10. 27

12 月利上げが有力だが情勢はなお流動的
～今後は政権の意向にも左右されやすく～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

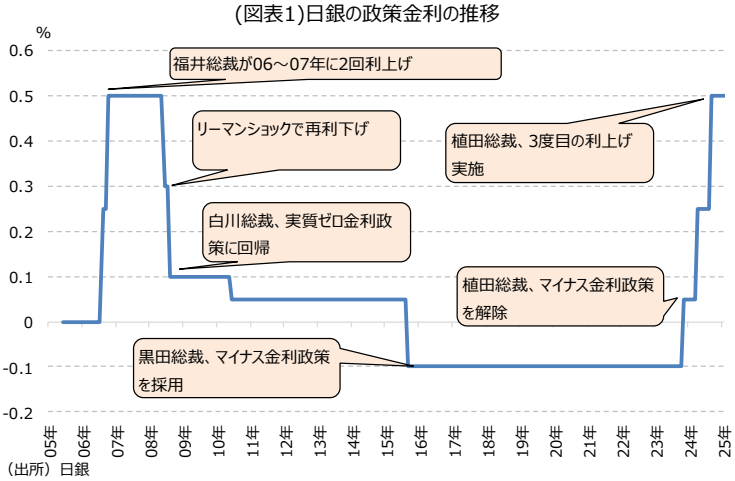
ポイント

- **10 月 29、30 日に開催される日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれよう。経済情勢もさることながら、このタイミングでの利上げは日銀の政治的センスが問われかねない**
- **今のところ、12 月は利上げの確率が 5 割を上回るとみるが、高市政権の日銀に対する姿勢、あるいはしばらく確認できていない米主要経済指標の動向次第の面が大きく、情勢はなお流動的**
- **いずれにせよ、今後の金融政策の方向性は従来以上に政府の意向に左右されやすくなりそう。日銀は、「責任ある積極財政」が市場に与える影響についても注視する必要**

１．10 月会合はすえ置きへ

10 月 29、30 日に開催される日銀金融政策決定会合において、金融政策がすえ置かれるのはほぼ確実な情勢である（図表 1）。経済情勢もさることながら、このタイミングでの利上げは日銀の政治的センスを疑われかねない。もしすえ置きとなれば 6 会合連続である。残る年内の会合は 12 月だけで、もしここでも利上げできなければ、2025 年の利上げは年明けの 1 回だけだったということになる。今のところ、12 月は利上げの確率が 5 割を上回るとみるが、高市政権の金融政策に対する姿勢、あるいは消費者物価指数以外、しばらく確認できていない米重要経済指標の動向次第の面が大きく、情勢はなお流動的である。

(図表1)日銀の政策金利の推移



（出所）日銀

高市首相は、昨年の自民党総裁選時に「今利上げするのはアホ」と発言した。一議員と首相とでは発言の重さが違うことを考えれば、日銀に同様の態度で接するとは考えにくいが、何かと口出しする場面が増えるのは確実である。日本維新の会も、日銀法を改正し役員の解任規定を新設すると政策集に記載するなど、その主張はかなりドラスティックである。どの程度持論を前面に押し出してくるかは不透明だが、新政権下で、日銀は政府との政策調整に何かと苦労することになりそうである。

２．利上げ票が増えるかどうかが焦点

週末の会合の注目点は、前回は田村審議委員と高田審議委員の２票だった利上げ支持票が増えるかどうかである。両審議委員は、余程大きな環境変化がない限り 10 月も、利上げがあるまではその次の会合以降も利上げ票を投じ続けることになるだろう。田村審議委員は 10 月 16 日の沖縄県金融経済懇談会における挨拶で、「金融緩和度合いを調整して中立金利にもう少し近付けるべく、利上げを判断するべき局面にきていると考えています」と改めて述べている。高田審議委員は 10 月 20 日の中国経済連合会における講演で、「金融政策運営については、今こそ「真の夜明け」が視野に入ったとの基本的認識を持ったうえで、これからも段階的にギアシフトを行っていく途上にあると考えています」と、こちらも改めて利上げに前向きなスタンスを示している。これに先立ち、9 月 29 日には、ほかならぬリフレ派である野口審議委員が札幌商工会議所における講演で、「わが国の各種経済指標を確認すると、2%の「物価安定の目標」達成は着実に近づいています。それは、政策金利調整の必要性がこれまで以上に高まりつつあることを意味しています」と、利上げの必要性について言及したことが話題を呼んだ。

もっとも、他のボードメンバーからは、利上げに前向きになったことがはっきり確認できるような情報発信はない。肝心の植田総裁は、10 月 16 日の G20 終了後の三村財務官との共同会見において、「見通しの確度が上がっていけば、その度合いに応じて、適宜金融緩和の度合いを調整していくという姿に全く変わりはございません」と従来のスタンスを繰り返している。ただ、世界経済の現状認識については、「これまでのところは、英語で言いますと resilient ですかね、強靭さをみせている」と、予想より強いとの認識である。ちなみに前回 9 月の決定会合における定例会見では、「様々なリスク、特に通商国のあるいは各国の通商政策の日本経済への影響を巡る不確実性が高いなかで、もう少しデータを見たいという局面にある」と述べていた。今回の定例会見では、この発言も踏まえ不確実性の程度はどう変化したのか、データの確認は多少なりとも進んだのか、その結果、次の利上げは近づいたと言えるのかといったあたりを読み取れるかどうかがポイントとなる。

３．利上げ支持派は着実に増加へ

日銀ボード内での利上げ支持派は今後も着実に広がっていく展開が予想される。まだ９月会合前だったが、氷見野副総裁は 9 月 2 日の道東地域金融経済懇談会における挨拶で、関税の影響について、「思ったより小さくなる可能性も、大きくなる可能性も、両方考えられるところで、当面は大きくなる可能性の方により注意が必要ではないか」と述べ、もし大きくなかった場合は、「いったん基調的な物価が足踏みする要因がなくなったということですので、顕在化しないということがはっきりすれば、それはどちらかといえば利上げ方向に働く要因になるだろうと思います」と述べていた。その後、発表された日本の経済指標はおおむね堅調であり、関税の影響が「思ったより小さくなる」可能性の方が優勢になりつつある。

4－6 月期の実質 GDP 成長率の 2 次速報値は、1 次速報値の前期比＋0.3%（年率＋1.0%）から同＋0.5%（同 2.2%）へと、年率ベースでは 2 倍に上方修正された。上方修正への寄与が最も大きかった項目は民間在庫投資だが、個人消費も前期比＋0.2%から同＋0.4%へと上方修正されている。9 月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI（現状判断）が＋14 と、6 月調査の＋13 から 1 ポイント改善した。関税を巡る不透明感が横たわるなかでも、2 期連続の改善である。内田副総裁は 10 月 2 日の全国証券大会における挨拶で、「企業の業況感は、日米関税交渉の合意により、先行きの不透明感が後退したとの見方から、製造業の一部で改善し、全体としても良好な水準となっています」と短観の結果を評価している。

また、主要自動車メーカーが 4－6 月期決算を発表済だが、2026 年 3 月期の営業利益に与える関税の影響について、トヨタは約３割、ホンダは約４割としたものの、いずれも黒字は確保できるとの見通しである。金融市場に目を向けると、日経平均株価は５万円を超えるなど、関税リスクへの警戒感は明らかに薄れている。さらなる

円安進行の気配も出てきたことも考えると、日銀が金融緩和度合いのさらなる調整に向け、機は熟したとの判断を下す時期は近いと考えられる。

４．1%までは利上げを進めると予想

堅調な米景気や国内の高めの賃上げ等を背景に、来年後半にかけ、日銀自身が名目ベースの中立金利の下限と位置付ける１％までは利上げを進めると予想する。その後はしばらくすえ置きということになるのではないか。利上げに積極的な田村審議委員も、「政策金利を一気に引き締め領域まで引き上げるべきではない」と、中立金利を上回るレベルへの利上げは慎重なスタンスである。問題の水準については「私は、最低でも 1%程度だろうとみていると従来から申し上げてきました」と述べているが、実際に何%かは、利上げに対する経済の反応を見極めつつ探るしかない。従って、今後は利上げが進むにつれ、見極めに要する時間も長くなる展開が予想される。

足元の消費者物価指数（総合）は前年比で 3%前後の伸びが続いているものの、9 月の米国型コア指数（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合）の伸びは同 1.3%に過ぎない。食品価格、特にコメ価格の動向次第では、物価上昇率は年明け以降 2%を下回る可能性もある。そうなると、日銀の目指す「賃金と物価の好循環」が軌道に乗ったのか定かではない状況が続くことになる。

いずれにせよ、今後の金融政策の方向性は従来以上に政府の政策や意向に左右されやすくなりそうである。今思えば、国債買い入れ減額や ETF・J-REIT　の売却も前政権時代に開始できて良かったというところではないか。特に ETF・J-REIT　の売却開始は滑り込みセーフだった。もっとも、高市首相が今後買い入れ・売却ペースに横やりを入れてくる可能性はある。また、高市政権の「責任ある積極財政」が中長期的に市場の波乱要因になれば、日銀のかじ取りは困難を極めることになる。

５．展望レポートの GDP は上方修正へ

展望レポートについては、前述のとおり 4－6 月期の GDP 成長率が上方修正されるなど、景気が底堅く推移している様子が確認されたことから、2025 年通年の成長率見通しを前回 7 月の前年比＋0.6%から同＋0.9%まで上方修正すると予想する（図表 2）。物価見通しについては、コア CPI の見通しが 7 月時点で前年比 2.7%と、4 月の 2.2%から大きく上方修正されていた。その後発表された実績が特段上振れているわけではないことを考えれば、今回さらに上方修正する理由は乏しい。2026 年度と 2027 年度については、CPI、GDP とも修正はないか、あっても小幅と見ている。

(図表2)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(%)	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10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)	方向性
2025年度	実質GDP	1.1	0.5	0.6	0.9	↑
	コアCPI	2.4	2.2	2.7	2.7	→
2026年度	実質GDP	1.0	0.7	0.7	0.7	→
	コアCPI	2.0	1.7	1.8	1.8	→
2027年度	実質GDP	－	1.0	1.0	1.0	→
	コアCPI	－	1.9	2.0	2.0	→

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

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