2025. 10. 31

【日銀金融政策決定会合（25 年 10 月）】

# 植田総裁は利上げ継続の姿勢を維持

## ～「見通し実現の確度」は高まり続けているとの認識～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

**ポイント**

- **10 月 29 日、30 日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。リフレ派の新首相が誕生した直後であり、利上げするには間の悪いタイミングでの開催であったことが大きい**
- **植田総裁は会見で、米国経済の下方リスクは低下したと述べ、利上げのタイミングを図るうえでカギとなる「見通し実現の確度」についても、7 月展望レポート公表時に続き「高まった」とした**
- **当面は、春闘の「初動のモメンタム」を確認したいとの姿勢。連合は 5%の要求水準を表明済みで、半期決算を経れば 2025 年度業績の着地点も見えてくるため、12 月会合までの確認は十分可能とみる**

### １．金融政策は予想通りのすえ置き

10 月 29 日、30 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。自民党総裁選で高市候補が勝利するまで、筆者は今回の会合における利上げを予想していたが、総裁選後に予想を変えた。今回は、リフレ派の新首相が誕生した直後の会合であり、いかにもタイミングが悪い。会合後の定例会見で植田総裁は、高市首相が反対した場合でも利上げをする覚悟はあるのかとの質問に対し、経済データに納得がいけば政治状況にかかわらず金利を調整すると述べたが、額面通り受け取るのは難しい。

もっとも、今のところ高市首相から金融政策にかかわる強めの情報発信はない。植田総裁は会見で、「常に政府と連絡を密にし十分な意思疎通を図る必要があると認識しています」と述べたが、これは高市首相の物言いと同じである。なにしろ、植田総裁は高市氏の首相就任後はまだ直接面談していない。今後直接説明する機会を得たうえで、方針を擦りあわせていくことになるのだろう。堅調な経済指標や物価高、および株高・円安の進行を考えれば、まだ中立金利以下の水準（の可能性が高い）にもかかわらず、高市氏が政策金利の調整を容認しないとは考えにくい。後述する植田総裁の会見内容も考え合わせると、12 月には利上げに踏み切る可能性が高いと見ている。ただし、ここへきて早期解散の影もちらつくなど、今後も政治的な不透明要素は根強く残りそうである。

9 月に続き、今回も高田審議委員、田村審議委員の両名が利上げに票を投じた。9 月 29 日の講演で、「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」と述べた野口審議委員は、今回は結局利上げ賛成には回らなかった。

### ２．植田総裁は春闘の「初動」を確認したいと述べる

会見で記者が指摘した通り、植田総裁はこれまで、経済物価情勢の重要な点検ポイントとして、米国をはじめとする世界経済の動向、関税政策が日本の企業収益や賃金などに与える影響、食料品価格を中心とした物価動向の 3 点を上げてきた。この点、まず米国経済については、AI 等の強さが予想以上であったことと、関税の影響が、「***ゆっくりとしか出てきていない、さらにかなり後ずれしている***」ことから、これまでのところ底堅い状況が継続しているとし、米国経済の下方リスクは、「***7 月に見ていたころと比べますとやや低下した***」と述べた。

日本への影響については、「***今後は 15%の関税率を前提とした収益計画の下で、来年の春季労使交渉に向けた労使の対応方針が明らかになってくる***」ことから、製造業、特に自動車産業を中心とした賃上げの動向に注目していくとした。ただ、来年の春闘の妥結水準が見えてくるまで待たなければならないということではなく、「***初動のモメンタムがどういう感じになるかというところをもう少し情報を集めたい***」とのことであった。この「春闘の初動」については会見のなかで何度も繰り返している。ただ、連合は 10 月 23 日に、ベアを 3%以上、定昇分を含め 5%以上の賃上げを求める基本構想をすでに発表済みである。11 月の各企業の半期決算の発表を経れば、賃上げの原資となる 2025 年度の企業収益の着地点もある程度見えてくるだろう。「初動」というレベルであれば、12 月会合までの確認は十分可能と考えられる。

食料品価格については、「***依然として一時的な要因で上昇している部分***」が大きいとし、「***米は、価格水準としてははっきり下落してないですけれども、インフレ率としては下落し始めている***」ことから、食料品価格についても今後インフレ率としては下落していく可能性が高いとした。なお、食料品価格は、中長期のインフレ期待には今のところ大きな影響は与えていないが、今後影響する可能性があるほか、個人消費にマイナスの影響を与えて逆向きの影響を作り出す可能性もあるので、上下両方向のリスクに注意していく必要があると述べた。

経済物価見通しについては、いずれも前回 7 月の展望レポートから大きく変わっておらず、変わっていないがゆえに「***中心的な見通しが実現する確度は少しずつ高まってきている***」と述べた。「見通しの確度」が利上げの決断に際し重要になるというのは、植田総裁が以前から再三述べている点だが、7 月にも「***見通し実現の確度のようなものは、少し高まった***」と述べていることから、足元で確度は高まり続けているということになる。あとはいつ、利上げ決断に向けた閾値を超えるかといった段階に差し掛かっているのではないか。もし 12 月も見送った場合、確度が高まり続けているにもかかわらず、利上げをしない理由の説明が逆に難しくなってくるようにも感じられる。

### ３．展望レポートで株価への警戒感を示す

会合後に公表された四半期に一度の展望レポートにおける前回からの変更点について、植田総裁が会見で補足した点も交えながら簡単にフォローする。

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。ここは 5 項目の箇条書きだが、最初の経済見通しの項では、7 月の「成長ペースは鈍化する」との見通しが「成長ペースは伸び悩む」へと変わった。字面だけ見れば上方修正だが、2025 年度の実質 GDP 成長率の政策委員の大勢見通しは、前年比＋0.6%から同＋0.7%へと小幅上方修正されたにすぎない（図表 1）。2026 年度と 2027 年度の成長率見通しは前回から変わっていない。植田

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

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

総裁も会見で、「***成長率の見通しは概ね不変です***」と述べており、時間の経過に伴い比較時点が移動したための表現変更という理由が大きそうである。

2 番目の物価見通しの項では、「2026 年度は 1%台後半」としていた物価見通しが、「来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していく」とされた。「1%台後半」と「2%台を割り込む」とでは、水準感に違いは感じられないが、2%を割り込む具体的な時期（2026 年度前半）に言及したための表現変更と考えられる。なお、消費者物価上昇率の基調的な上昇率がいったん伸び悩んだ後、見通し期間の後半に再び高まっていくとの予想は変わらない。

3 項目の経済・物価の見通しの前回との比較については、前述のとおり 2025 年度の成長率が小幅上方修正されたが、「概ね不変」とされた。4 項目のリスク要因も、通商政策の影響に注視が必要という点は変わっていない。最後のリスクバランスの項については、2026 年度は経済の下振れリスクが大きい一方、物価の見通しは概ね上下にバランスとのことで、ここも 7 月から変わらなかった。

2 ページ目以降の本文で、最初の「1. 経済・物価の現状認識」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示しているため、前回 9 月会合との比較になる。まず、総合判断である「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」との景気の現状判断は変わらず。これで 2024 年 3 月以降、14 会合連続、足掛け 1 年半にわたり同じ判断が続いている（図表 2）。

（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 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 | → | |
| 25 年 9 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 10 月 30 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 | → | 14 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

個別項目については、住宅投資が、「弱含んでいる」から「減少している」へと下方修正されたのが唯一の変

更点である（図表 3）。ただし、植田総裁は、「***今年の春に建築基準法が厳しくなりまして、その前にそれを予想して駆け込みの需要がたくさん出たその反動が今出ている局面にある***」と、一時的な要因が大きいとしている。個人消費については、「底堅く推移している」との評価は変わらないものの、「消費マインドに弱さが見られる」との一節が削除された。植田総裁も、「***全体としては例えば、消費者マインドが直近少し好転しているようなこともあって底堅い***」と、足元の個人消費にポジティブな評価を下している。

（図表 3）個別項目の判断

| 項　目 | 2025 年 9 月 | 2025 年 10 月 | 方向性 |
|---|---|---|---|
| 海外経済 | 各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している | 各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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 | 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 | 製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している | 製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高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底堅く推移している | 物価上昇の影響を受けつつも、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 | 減少している | ↓ |
| 公共投資 | 横ばい圏内の動きとなっている | 横ばい圏内の動きを続けている | → |
| 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

「2. わが国の経済・物価の中心的な見通し」では、輸出と生産を一緒に説明する部分に「グローバルな AI 関連需要が上押しに作用」という一文が入った。ただし、海外経済の減速を背景に弱めの動きが続くとの見通しは変わらない。名目賃金の見通しについては、「最低賃金の引き上げ」が増加要因に加えられた。47 都道府県すべてで新しい最低賃金が出そろったことを受けてのものであろう。また、先物市場の動向などを参考に決める原油価格の前提は、「緩やかな低下」から、「おおむね横ばい」へと上方修正された。いずれも物価の上昇要因である。

「3. 経済・物価のリスク要因」の章で上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）。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（下線部筆者）」が、「各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向」へと、「動き」が取れたのは、各国の対米交渉の進展を反映した形だろう。なお、この項では「米国経済については、関税による下押しの影響が顕在化する経路やタイミングを巡る不確実性は高く、企業収益の悪化を通じた雇用・所得形成への影響や、関税コストの消費者物価への転嫁を通じた個人消費への影響等に注意が必要である」という、米国経済の先行きへの警戒感を示す一文と、「AI 関連については、グローバルな需要動向次第で、資産価格の変動なども伴って、世界経済の

押し上げ・押し下げ双方の要因となりうる」という一文が追加された。前者については、植田総裁が会見で米国経済のリスクは低下したと述べる一方で、展望レポートで下振れリスクを強調するという点がちぐはぐに見える。おそらくは、先行き不透明感を警戒する段階から、実際の影響に注目する段階に移ったということを示すためと考えるが、真意はよくわからない。また、AI に関しては、上振れ要因だけではなく、株価の急落を通じた下振れリスクもありうるとしている点が特徴である。日銀も、いわゆる「AI バブル崩壊」への警戒感を持ち始めた様子を示している。

（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 4 月 | 2025 年 7 月 | 2025 年 10 月 |
|---|---|---|---|
| 第 1 | 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 | 各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向 |
| 第 2 | 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＞

| | 2025 年 4 月 | 2025 年 7 月 | 2025 年 10 月 |
|---|---|---|---|
| 第 1 | 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 | 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 | 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

物価のリスク要因については、第 2 のリスクのなかで、7 月の「今後の各国の通商政策等を巡り不透明感が高い状況が続くことがあれば、コスト削減に注力する傾向が強まる可能性がある」が、「各国の通商政策等の影響で企業収益が大きく下振れる場合には、コスト削減に注力する傾向が強まる可能性がある（いずれも下線部筆者）」へと変更された。ここも経済のリスク要因と同じで、先行き不透明感への警戒から、具体的な影響に警戒するステージに移ったということと考えられる。

なお、米などの食料品価格の上昇要因については、7 月は「天候等の影響が大きく」とされていたが、10 月は「供給サイドの一時的な要因の影響が大きく」と変更された。当然ながらコメの価格高騰は天候要因だけではない。ここはもっと早い段階から変更しておくべきだっただろう。

最後の「4. 金融政策運営」の章では、金融面のリスクを述べるパラグラフで、7 月の「不動産価格の上昇ペースには引き続き留意が必要」が、「不動産価格や株価といった資産価格の動向には留意が必要（下線部筆者）」へと変更された。これまでは不動産だけだったが、株価が新たに付け加えられた形である。「全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない」との評価は 7 月から変わらないものの、ここでも日銀が株価の警戒心を徐々に高めつつある様子が示されている。

植田総裁は会見で、AI 関連の株価上昇について、「***仮に将来生産性が AI 投資によって上昇するということが見込まれている通り正しいとしますと、将来の生産性上昇を見込んで現在株価が上がって、その株価の上昇を理由に株を持っている人の消費が上がるというのはきわめて自然な現象***」としたものの、「***その見通しは過度に楽観的であるという場合には調整が発生する***」と、過度に楽観的である可能性も指摘している。

金融政策との関連では、「***株価水準が行き過ぎであるから利上げで抑えようというような政策対応は考えていません***」としたものの、株価の下落局面より上昇局面の方が利上げしやすいことは確かである。為替相場も一時 154 円/ﾄﾞﾙ台まで円安が進むなど、もはやトランプ大統領がいつ怒り出しても不思議ではない水準に差し掛かりつつある。ベッセント財務長官も日銀に利上げを呼びかける姿勢を続けており、いずれも 12 月利上げに向けた後押しになると考えられる。

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：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