2025.5.2

【日銀金融政策決定会合（25年4月）】

追加利上げは年明けにずれ込みか
～関税が来年の春闘に悪影響を残さないことが条件～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **4月30日、5月1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。展望レポートの現状判断や先行きの見通しも大枠ですえ置かれたが、リスクバランスは経済・物価とも下振れ方向。政策委員による成長率・物価の大勢見通しも大きめの下方修正となった**
- **植田総裁は会合後の定例会見で、基調的物価上昇率が伸び悩んでいるときに無理に利上げはしないと述べるなど、全体的にハト派的なトーンが目立った**
- **景気はすでに減速方向と見られ、もし関税政策が早期に緩和されても、即座に元の成長経路に復す展開は考えにくくなった。追加利上げは年明けにずれ込む可能性が高まったが、なお不確実性は高い**

1．次なる利上げの予想時期を来年1月に後ろ倒し

4月30日、5月1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。トランプ政権の関税政策に関する不透明感が高まっているおり、ここで拙速に動かなければならない理由はない。すえ置きは大半の市場関係者が予想していた通りである。

会合後に発表された展望レポートでは、現状判断や先行きの見通しは大枠ですえ置かれたものの、リスクバランスは経済・物価ともに、2025年度、2026年度とも下振れリスクの方が大きいとされた。本文でもトランプ関税に絡んだ下押し要因に触れた文章が目立つ。なにしろ、前回1月の展望レポートの基本的見解には一度も出てこなかった「通商政策」という言葉が、8ページの間に都合16回も登場している。

政策委員による大勢見通しは、後述するように成長率、物価とも大きめの下方修正となった。見通し期間の後半には回復を見込む形だが、植田総裁は会合後の定例会見で、「*これまでのように割と単調に基調的物価が2%の上昇率に収束していくという姿から、いったん足踏みするようなところを経て、また上昇するという姿に修正しています*」と説明している。こうした状態でいつ利上げができるのかが問題となるが、少なくとも「*基調的物価上昇率が伸び悩んでいくときに無理に利上げをするということは考えていません*」とのことなので、日銀の見通し通りの推移となるのであれば、金融政策は当面すえ置かれる可能性が高いということになる。全体として予想以上にハト派的トーンの強い会見であった。

日銀の見通し自体、トランプ関税の動向次第であり、植田総裁自身「*見通しの確度がやや低い中で、関税を含む諸条件の変化で、見通しの変更を迫られるケースもかなりの確率で、ある*」と述べている。ただ、すでに企業景況感が悪化し、米国経済にも変調の兆しが見え隠れするなか、関税政策が早期に緩和されたからといっ

て、即座に元の成長経路に復す展開が考えにくくなりつつあるのも確かである。筆者は4月2日の相互関税の発表後、次なる利上げの時期の見通しを7月から9月に変更したが、これをさらに来年の1月へと後ろ倒しする。これも、関税が大幅に緩和され、さらに来年の春闘に大きな影響を及ぼさないことが条件となる。引き続き不確実性は高い。

２．景気判断は変わらず

景気の現状判断は、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」ですえ置かれた。マイナス金利を解除した昨年3月以降、これで10会合連続で同じ判断が続いている（図表1）。個別項目別の判断も基本的にはすえ置きだが、項目によっては下方修正含みととれる文言が追加されている（図表2）。

（図表1）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4月28日	基調としては持ち直している	→	
22年6月17日	基調としては持ち直している	→	
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	→	

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表2）個別項目の判断

項　目	2025年3月	2025年4月	方向性
海外経済	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	横ばい圏内の動きとなっている	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	→

鉱工業生産	横ばい圏内の動きとなっている	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	→
企業収益	改善傾向にある	改善傾向にある	→
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	緩やかに改善している	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緩やかな増加基調を維持している。	↗
個人消費	物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある		→
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

まず、海外経済については、「総じてみれば緩やかに成長している」という判断は変わらないものの、「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」との修飾節が追加された。輸出と鉱工業生産については、単に「横ばい圏内の動きとなっている」から、「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となっている」へと変更された。一部では増加しているということだが、駆け込みはあくまで一時的な現象なので、これを上方修正含みとは言い難い。

雇用・所得環境と個人消費は、1 月時点ではそれぞれ「緩やかに改善している」、「物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある」とされていたが、今回は一つの文にまとめられ、「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」とされた。雇用・所得環境については、「緩やかに」がなくなった分上方修正とみなせる。個人消費の「緩やかな増加基調」という判断は同じだが、「消費マインドに弱さがみられる」と先行きへの警戒感を示す文言が追加された。

３．先行き見通しは明確な下方修正

植田総裁は３月の会合において、今回の展望レポートでは関税政策の影響をある程度消化できるとの見通しを示していたが、結局は前提という扱いにせざるをえなかった。展望レポートでは今回の見通しについて、「今後、各国間の交渉がある程度進展するほか、グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを前提に作成」としている。具体性に欠けるが、植田総裁は会見で「***これまでに議論されてきたものの中の一番極端なところにはいかないが、全くゼロとか（ユニバーサル関税の）10%だけで済むというよりはもう少し高いレベルに交渉の結果落ち着く程度***」と補足している。

これを踏まえ、先行きの見通しは、「各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる（下線部筆者、以下同様）」とされた。３月決定会合では（1 月展望レポートも同じ）、「先行きのわが国経済を展望すると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる」とされており、ここは明確な下方修正である。ただ、「その後については、海外経済が緩やかな成長経路に

復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれる」と、減速はあくまで一時的で、見通し期間の後半にかけては回復に向かうとの見通しが示されている。

内訳を見ると、輸出や生産が、1 月展望レポートの「増加基調に復す」から「弱めの動きとなる」と、方向性が逆転している。設備投資も「増加傾向を続ける」から「伸び率は鈍化」へと下方修正された。一方で、個人消費は雇用・所得環境の改善を背景に、「緩やかな増加」との見通しが維持されている。

個人消費の見通しが楽観的ではないかとの指摘に対し、植田総裁は、「***食品価格の上昇等はだんだん落ち着いてくるというふうに見ていますので、実質賃金は良い方向に動いていくということが期待され、これが消費をサポートするというふうに見ています***」と、米を始めとした食品価格の落ち着きに期待を示している。また、ひとり当たりの実質賃金の回復は道半ばだが、合計である実質可処分所得については、「***とりあえず足元増加しています。雇用増の影響が入っているということで、これらも消費をサポートする方向であるというのが一応私どもの中心的な見通しでございます***」と説明している。実質賃金の回復については程度問題だが、当研究所では、個人消費を力強くけん引するレベルの回復は難しいと見ている。

物価見通しについては、少し長いがそのまま引用すると、「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ことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」という予想である。前回は、「基調的な上昇率は、人手不足感が高まるもと、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き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、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」となっていた。大きな変更点は、「成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩む」との一文が入った点である。見通し期間後半には物価目標と整合的な水準に到達するとの見通しは変わらないが、今回は見通しの期間自体が 1 年伸びていることから、その分後ずれしていることになる。これは、従来の見通しが「オントラック」ではなくなったことを示している。物価目標の達成時期が逃げ水のように先に伸びていくという点で、黒田時代と似通ってきた感がなくもない。

植田総裁はこれが金融政策にどう影響するかについて、「***どこで見通しの確度が高まったということを判断できるかというのはなかなか難しい問題かなと思います。そのへん柔軟に考えて政策対応したいと思います***」と臨機応変に対応していく姿勢を示している。前述のとおり基調的物価上昇率が伸び悩んでいるときに無理に利上げはしないが、「***足元伸び悩んでいるけれども　その先いろいろな条件が重なってまた上がり出して到達する可能性がすごい高くなったと判断した場合にはやるということだと思います***」とも述べている。市場に利上げ時期を絞らせないための言い回しだが、現実にはこうした環境はなかなか想像できない。

４．リスク要因は下振れ方向

「経済・物価のリスク要因」の章では、挙げられている項目は順位含め変わらないものの、トランプ関税の影響を盛り込んだのに伴い、タイトルと内容に修正が加えられた（図表 3）。まず、経済の第 1 のリスクは、1 月の「海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向」から、「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」へと修正された。トランプ関税の影響については、1 月展望レポートでは、「政策運営を巡る不確実性は意識されている」との書きぶりにとどめていたが、今回は「最近打ち出された各国の通商政策は、様々な経路を介して内外経済を下押しする方向に作用すると考えられる。広範な関税の導入はグローバルな貿易活動に影響を及ぼすとみられるほか、関税を含む政策の不確実性の高まりが、各国の企業や家計のコンフィデンスや国際金融資本市場に大きな影響を及ぼすと考えられる」と、より詳細な書きぶりに改められた。

（図表 3）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＞

	2024 年 10 月	2025 年 1 月	2025 年 4 月
第 1	海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向	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
第 2	資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向	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
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 7 月	2024 年 10 月	2025 年 4 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	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

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

第 2 のリスクについては、「資源・穀物価格を中心とした輸入物価の動向」から「輸入物価の動向」へと短くなったが、ここも輸入物価の変動要因として、一次産品価格に加え関税政策の影響を加えたためである。具体的には、グローバルな物流混乱等の影響で「輸入物価が上昇し、国内需要を下押しする可能性がある」とされている。

物価のパートにおける第 1 のリスクは、「企業の賃金・価格設定行動」から「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」へと修正された。関税政策については、「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。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる」と、賃金と物価の好循環に水を差す要因になるとしている。タイトルに入った予想物価上昇率については、関税政策との絡みではない。1 月展望レポートでも賃上げとの関係における前向きな材料として取り上げられていたが、今回は、「このところの米などの食料品価格上昇については、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」と、米価格との関連で上昇する可能性について触れた一文を新たに追加した。たとえコストプッシュ的な物価上昇であっても、物価目標の達成に寄与する可能性を示した形である。

５．正常化路線は変わらないがリスクを強調

最後の金融政策運営の章において、まず中心的な見通しを示す第 1 の柱では、成長率と物価は一時的に減速するものの、見通し期間後半には物価目標と整合的な水準で推移するとの従来の書きぶりが踏襲された。ただし、前述のとおり、見通し期間が今回 1 年増えているので、事実上の後ろ倒しである。

中長期的なリスクを点検する第 2 の柱では、前述のとおり経済、物価ともリスクバランスは下振れ方向とし、「各国の通商政策等を巡る不確実性がきわめて高いことを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある」と、関税政策のリスクを強く意識する形に書き換えられた。

最後の金融政策運営の方針のパラグラフでは、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」という、正常化路線を示す文は変わらなかった。ただし、「こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている」と、方針が変わる可能性も相応にあるとのスタンスが示された。

なお、1月の展望レポートでは、10月まであった「米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある」という一文を削除していた。米国発のリスクは低下したとのスタンスを示したばかりだったが、次の展望レポートで再度見直しを余儀なくされた形である。昨年以降、米国経済に振り回される状況が続いている。

６．政策委員の大勢見通しは大きめの下方修正

政策委員の大勢見通しでは、2025 年度の実質GDP が、1 月の前年比＋1.1%から同＋0.5%まで大きく下方修正、2026 年度も同＋1.0%から同＋0.7%まで下方修正された。今回初めて示された 2027 年度は同＋1.0%と、若干持ち直すとの見通しが示された（図表 4）。

(図表4)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7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	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4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2024年度	実質GDP	0.6	0.6	0.5	0.7	0.5
	コアCPI	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7
2025年度	実質GDP	1.0	1.1	1.1	0.5	0.9
	コアCPI	2.1	1.9	2.4	2.2	2.6
2026年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	0.7	1.1
	コアCPI	1.9	1.9	2.0	1.7	2.1
2027年度	実質GDP	－	－	－	1.0	1.0
	コアCPI	－	－	－	1.9	2.0

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

コア CPI（生鮮食品を除く総合指数）の伸び率は、2025 年度が同＋2.4%から同＋2.2%まで下方修正、2026 年度も同＋2.0%から同＋1.7%まで下方修正された。今回初めて示された 2027 年度は同＋1.9%となった。「見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」というスタンスが維持されているとはいえ、2026 年度以降は 2%を下回る状態が続くとの見通しで、このとおりになるのであれば、物価目標の達成や、賃金と物価の好循環が実現したと宣言できる状況には至らず、ある程度緩和的な金融環境が維持されることが前提になりそうである。1%を超える水準への利上げはハードルが高いとの見方は変わらない。

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：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