2025. 9. 16

10 月利上げの有無は米雇用統計次第か
～まちまちな経済データの下で微妙な情勢判断となろう～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

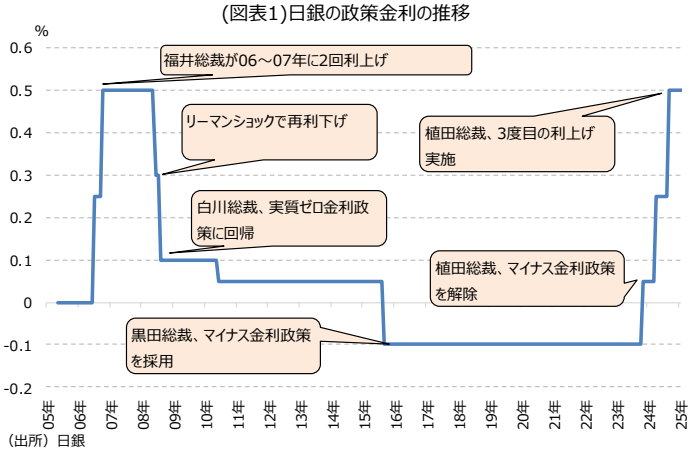
ポイント

- **9 月 18、19 日に開催される金融政策決定会合では、金融政策のすえ置きが確実な情勢。9 月短観や 9 月米雇用統計の発表までは、次なる利上げの時期を示唆するような情報発信はない可能性が高い**
- **10 月末までに発表されるマクロ経済データは総じてまちまちな結果となる可能性が高く、10 月 30、31 日に開催される決定会合でも微妙な情勢判断を要求されよう**
- **現時点では 10 月会合で利上げの可能性が、すえ置きの可能性をわずかに上回るとみる。ただし米雇用統計の反発が条件となろう。政局の行方も焦点に**

1．9 月会合はすえ置きへ

9 月 18、19 日に開催される金融政策決定会合では、金融政策のすえ置きが確実な情勢である。年明け 1 月に利上げして以来、これで 4 会合連続のすえ置きとなるだろう（図表 1）。経済動向をもう少し見極めたいと考える可能性が高いのが主たる理由だが、自民党総裁選の号砲が事実上鳴るなかで、悪目立ちするような行動はとれないという配慮も少なからず働くだろう。市場もすえ置きをほぼ 100%織り込んでいる。今のところ日銀サイドからその修正を試みるような情報発信もない。

(図表1)日銀の政策金利の推移



（出所）日銀

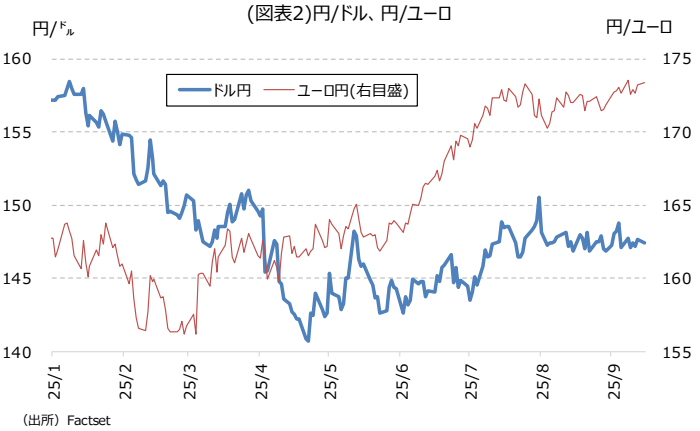
会合の注目点は、植田総裁の会見から、次の利上げまでの距離感を読み取れるかどうかといったところになる。最近の植田総裁は、利上げ見送りの理由を問う質問に対し、丁寧に説明しようとするあまり回答がハト派的に受け止められる場面があった。今回はそれも踏まえたうえで、市場に材料視されるような発言は極力避け、ニュートラルな言い回しを心がける可能性が高い。10 月 1 日に発表される日銀短観 9 月調査や、3 日に発表される 9 月米雇用統計の結果が出るまでは、次なる利上げの時期を示唆するような発言は控えると考えられる。

2．焦点は 10 月会合に移る

問題は 10 月 30、31 日に開催されるその次の決定会合ということになるが、ここでも微妙な情勢判断を要求さ

れることになりそうである。10 月末までに発表されるマクロ経済データは、総じてまちまちな結果となる可能性が高いためだ。中川審議委員は 8 月 28 日の山口県金融経済懇談会において、「各国の通商政策の交渉の進展などによる変化をみるために、次回短観の結果も大変重要です」と、9 月短観を重視する姿勢を示している。関税の日本経済への波及ルートが、主として企業マインドを介した下押し圧力であることを考えれば、その改善が利上げ決定に向けた重要な要素となるのは間違いない。

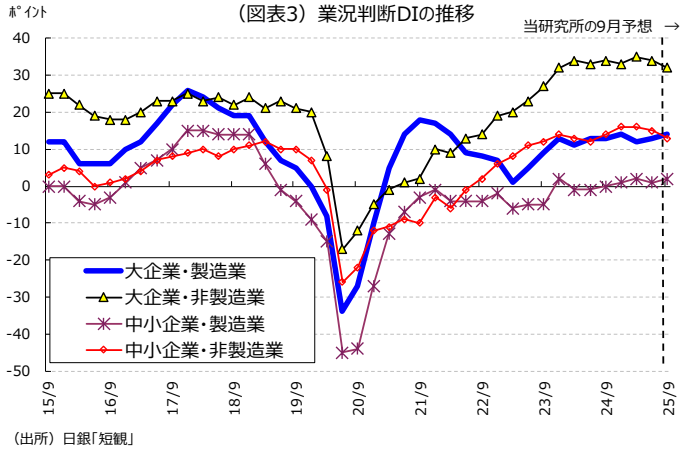
(図表2)円/ドル、円/ユーロ



(出所) Factset

ただ、過大な期待は禁物といった情勢である。日米関税交渉の合意によって先行きの不確実性が低下したことや、年度始以降の為替相場がふたたびじりじりと円安方向に戻していることは（図表 2)、輸出企業を中心に製造業の業況判断を下支えした可能性が高い。一方で、関税引き上げの企業業績への影響は今後本格化する。半導体や医薬品などの関税の扱いはまだ決定しておらず、米国の関税政策への不確実性が完全に払しょくされたわけでもない。日本の生産・輸出はすでに関税の影響が出る前から停滞が続いてきたという下押し要因もある。

(図表3) 業況判断DIの推移



(出所) 日銀「短観」

当研究所は、大企業・製造業の業況判断 DI は、6 月調査の＋13 から 1 ポイント改善の＋14 と予想している（図表 3）（9 月 11 日付レポート、「関税の不確実性低下も、製造業 DI の改善は小幅に」参照)。中小企業についても、6 月調査の＋1 から＋2 へ 1 ポイント改善するとみるが、このレベルであれば利上げ、すえ置きどちらに向けても決定打にはならない。

３．氷見野副総裁は米経済注視

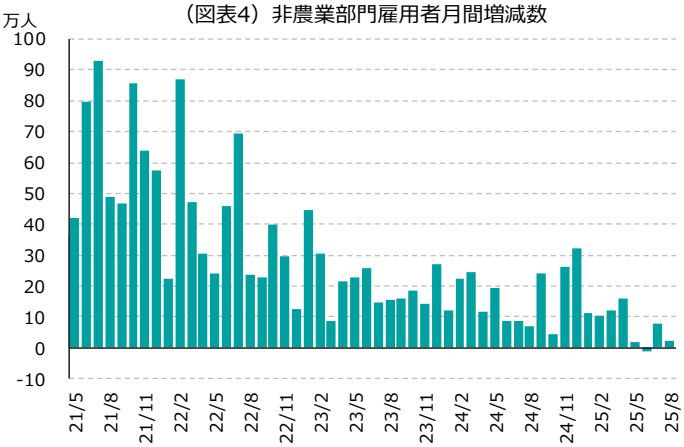
氷見野副総裁は 9 月 2 日の道東地域金融経済懇談会におけるあいさつで、関税の影響について、「思ったより小さくなる可能性も、大きくなる可能性も、両方考えられるところで、当面は大きくなる可能性の方により注意が必要ではないか」と述べている。もし、大きくなかった場合は、「いったん基調的な物価が足踏みする要因がなくなったということですので、顕在化しないということがはっきりすれば、それはどちらかといえば利上げ方向に働く要因になるだろうと思います」と、利上げ要因とのことである。問題は影響の大きさが確認できる時期だが、氷見野副総裁は難しいとしたうえで、「ただ一つ、先行指標的に注目点の一つになると思いますのは、アメリカ経済にどう影響が出てくるかといったところは一つよくみていきたいというふうに思っております」と述べていた。

４．米国の雇用統計をどうみるか

この点、足元の米雇用統計が軟化しているのは、氷見野副総裁にとっても他の政策委員にとっても大きな関心事だろう。8 月の非農業部門雇用者数は前月比＋2.2 万人と、市場予想（同＋7.5 万人）を下回った。過去分も 2 ヵ月合計で 2.1 万人下方修正された。6 月は同＋1.4 万人から同▲1.3 万人となり、2020 年 12 月以来

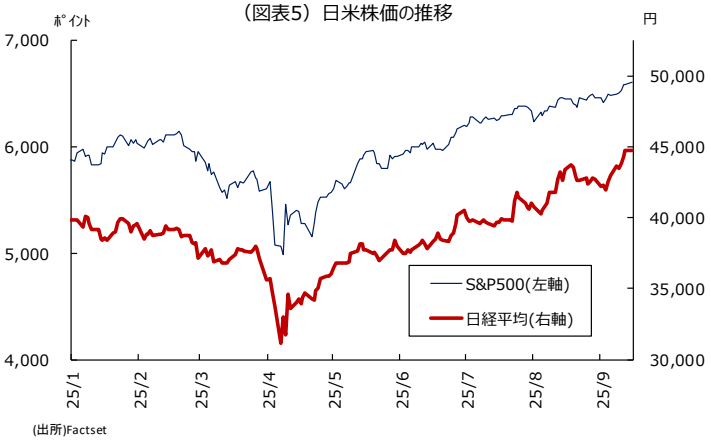
の雇用減となっている（図表 4）（9 月 8 日付レポート、「弱い内容で労働需給の緩和が明確に」参照）。また、9 日に発表した統計では、今年 3 月までの 1 年間の米国の雇用創出が従来の推計より 100 万人近く少なかったことが明らかになった。関税政策の発動前から雇用の伸びがすでに鈍化していたということで、雇用統計だけ見れば、従来考えられていたよりも米景気の基調が弱い可能性を示唆している。一方、この間の成長率は堅調な推移が続いてきたのもまた事実である。景気の先行きに対する株式市場の楽観的なスタンスも変わらない。日米の株価は、4 月の相互関税の発表直後に 2 割程度下げたが、その後は V 字回復を遂げ、足元では過去最高値を更新する展開が続いている（図表 5）。関税の米経済への下押し圧力は、主として物価の上昇を介して波及すると考えられたが、足元の米 CPI の上昇ペースが加速しているわけではない（図表 6）。市場では米国の複数回利下げが広く予想されているにもかかわらず、円高が進まないのも日銀にとって利上げに向けた安心材料となる。

（図表4）非農業部門雇用者月間増減数



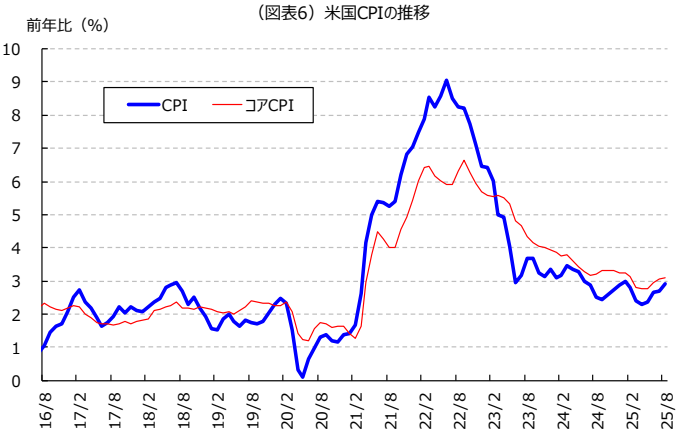
（出所）米労働省

（図表5）日米株価の推移



(出所)Factset

（図表6）米国CPIの推移



（出所）米労働省

雇用の伸び悩みは、景気の弱さというよりも、移民の制限といった労働供給サイドの要因を反映している面もある。実際、失業率は低位での推移が続いており、労働市場の需給は依然として引き締まっている。日銀は、見極めに時間をかければかけるほど、ビハインドカーブに陥るリスクが高まることも意識しなければならない。食品を中心とした日本の物価上昇圧力は根強く、その裏返しで実質金利は低く、金融政策はかなり緩和的である。

さまざまな要素を考慮したうえでの総合判断になるが、9 月米雇用統計も 8 月と同レベルの弱さだったら、さすがに 10 月会合でも利上げには動けないだろう。一方、非農業部門雇用者数が、二桁前後のレベルの増加を回復し、かつ 9 月短観でも業況判断の幅広い回復が確認されれば、利上げに踏み切る可能性が高いとみる。市場予想から大きく乖離することの少ない短観よりも、出たとこ勝負の感が強い米雇用統計の方が、日銀の決定を左右する度合いが大きそうである。現状では 10 月に利上げに踏み切る確率が、見送る確率をわずかに上回ると考えている。

５．日本の政局の影響

9 月 7 日に石破首相が退陣を表明した。自民党総裁選は 9 月 22 日に告示、10 月 4 日に投開票の運びとなっている。その後召集される臨時国会で新首相が指名される。今回は自民党新総裁が新首相とはならないパターンも念頭に置いておく必要があるが、いずれにせよ、金融政策が後任首相の顔ぶれ次第で少なからぬ影響を受け

るのは間違いない。

市場が懸念しているのは、リフレ色が強い候補が新首相に選出された場合の日銀への態度だが、一議員の立場と首相の立場では物言いが異なってくる可能性もあり、就任後の発言や行動を見極める時間が必要だろう。首相が日銀をある程度思い通りに動かせるというのは安倍政権が証明済みとはいえ、アベノミクス開始時と今とでは経済環境が大きく異なる。アベノミクスの主眼はデフレ脱却だったが、今問題になっているのはインフレであり、有力政治家のなかには利上げを主張する人もいる。また、黒田緩和は、表向きはともかく円高回避・円安誘導が主目的の一つだったが、ここ数年は行き過ぎた円安が問題視されてきた。緩和的な金融環境にこだわることの重要性は当時よりもはるかに低い。

また、政治家も国民も関心は金融政策より財政政策に向いている。ベッセント米財務長官をはじめ、米国側から利上げ要求がくる中で、首相がそれをあからさまに否定するというのも米国との余計な摩擦を再燃させかねない。金融政策は自国の経済状況に応じてかじ取りすべきというのは正論だが、トランプ政権には通じない。なにしろ、トランプ大統領は、日本が円安誘導していることを高関税を課す理由の一つに挙げていたくらいである。トランプ大統領をここであえて刺激する必要はなく、従って新首相の日銀への当たりもさほど強いものにはならない可能性も考えられる。

リフレ色が強い後任首相のもとで、一段と拡張財政が進めば、長期金利が財政プレミアムを織り込んで上昇するリスクがある。これが人々のインフレ期待をさらに押し上げる展開となれば、日銀は逆に利上げを急がなければならなくなる可能性もなくはない。今後の政局や政策が金融市場や金融政策に与える影響は幅広く見積もっておく必要がありそうである。

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