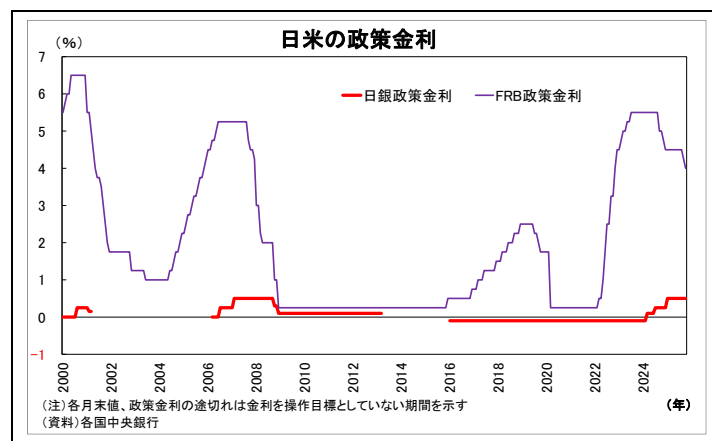


Weekly エコノミスト・ レター

次回の利上げは一体いつか？ ～日銀金融政策を巡る材料点検

経済研究部 主席エコノミスト 上野 剛志
(03) 3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日銀は10月MPMで6会合連続となる利上げ見送りを決定した。植田総裁会見では、見送りの理由として、「米国を中心とする海外経済や関税を巡る不確実性が継続していること」と「来春闘についての初動のモメンタムを確認したいこと」が挙げられた。また、日銀として公式には表明しづらいが、高市政権が発足して間がなく、政府との間で方針のすり合わせが出来ていなかったことも利上げ見送りの判断に影響した可能性が高い。
2. それでは、日銀はいつ次回の利上げに踏み切るのだろうか。まず、大前提として、高市政権は「日銀の利上げ継続方針自体は許容する」と考えられる。仮に日銀が利上げ方針を撤回すれば、円安が急速に進んで輸入物価が押し上げられ、物価高対策の効果を相殺してしまう可能性が高い。また、利上げを求めているフシがある米トランプ政権との関係上も利上げ方針を否定するのは困難とみられる。メインシナリオとしては、次回利上げの時期を来年1月と予想する。この時期になれば、国内外における関税の影響が甚大なものにならなさそうなことが把握可能になるうえ、春闘を間近に控えて、高めの賃上げ気運が継続していることも確認できると考えられるためだ。日銀としては、政府などに対して利上げに踏み切る根拠を最も示しやすいタイミングと言えるだろう。
3. ちなみに、メインシナリオよりも前倒しになるケース（12月に利上げ）としては、円安や食料品高が進行するケースが挙げられる。逆に、利上げが後ろ倒しになるケース（3月以降に後ずれ）としては、関税の影響などから米国の景気が大きく減速する場合や高市政権の利上げに対するハードルが思いのほか高いケースが挙げられる。現時点でのそれぞれの実現確率としては、メインシナリオ（1月利上げ）が50%、前倒しシナリオ（12月利上げ）が30%、後ろ倒しシナリオ（3月以降利上げ）が20%程度と見ている。



1. トピック： 次回の利上げは一体いつか？

日銀は10月29～30日に開催した金融政策決定会合（以下、MPM）で利上げを見送った。今年1月に0.5%へ利上げしてから、6会合連続で政策金利を据え置いたことになる。そして、それに先立つ10月初旬には緩和的な金融環境を志向すると目される高市新政権が発足し、日銀の金融政策を巡る大きな変数が加わった形になった。日銀の現状を確認し、次回利上げのタイミングについて考察する。

（利上げ見送りの理由）

10月MPMでは、もともとタカ派的主張が目立つ高田委員と田村委員の2人が0.75%への利上げを主張したが、反対多数で否決された（同MPMについての詳細は5～7ページに記載）。この構図は9月MPMと同様であり、この間、政策委員会において早期の利上げに賛同する動きが広がらなかったことを意味している。

そして、利上げを見送った理由について、MPM後の植田総裁会見では二点が挙げられた。

一つは、「米国を中心とする海外経済や関税を巡る不確実性が依然として継続していること」だ。確かに、夏場以降に米国と主要国との関税交渉が合意に至り、不確実性は緩和したとはいえ、残る高関税が米国をはじめとする世界経済に与える影響には不透明感が残る。いまのところ、米国経済は底堅さを保っているものの、緩やかに留まっている関税の価格転嫁が今後大きく進んで景気が急減速する事態に陥らないか、もうしばらく推移を見極めたいのだろう。さらに、10月以降、政府閉鎖の影響によって公的な経済指標の殆どが公表されなくなり、米国経済の動向が把握しづらくなったことも利上げ見送りの判断に影響したはずだ。

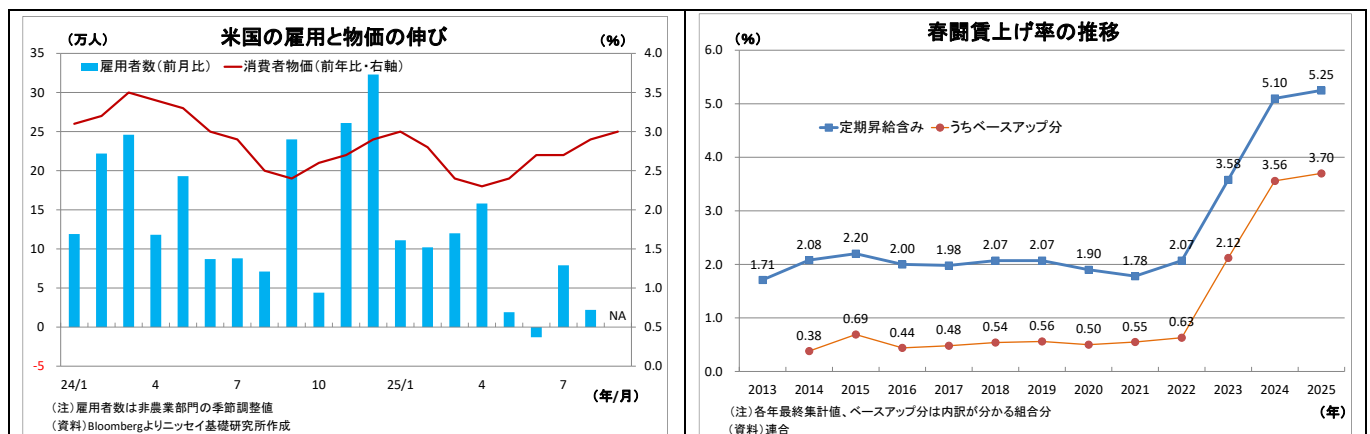
そして、総裁が挙げた二つ目の理由は「来春闘についての初動のモメンタム（勢い）を確認したいこと」だ。これは、10月のMPMでにわかに強調された点になる。日銀の目指す物価目標の持続的・安定的な達成のためには高い賃上げの継続が欠かせない。このため、米関税の影響を受けても高めの賃上げが実現するかどうかを確認することの重要性を強く認識しているということだろう。

日銀政策委員会のメンバーと利上げへの賛否

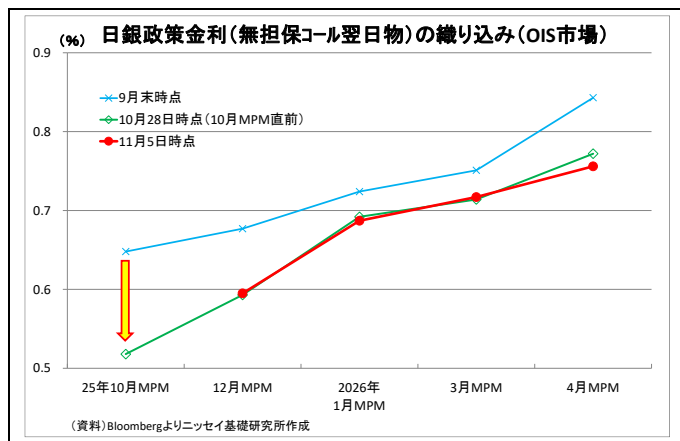
	氏名	主な経歴	25年9月～MPM投票	任期期限
総裁	植田和男	東大教授、共立女子大教授	現状維持	2028年4月
副総裁	内田真一	日銀	現状維持	2028年3月
副総裁	永見野良三	金融庁長官	現状維持	2028年3月
審議委員	野口旭	専修大教授	現状維持	2026年3月
審議委員	中川順子	野村アセットマネジメントCEO兼社長	現状維持	2026年6月
審議委員	高田創	岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長	利上げ	2027年7月
審議委員	田村直樹	三井住友銀行専務	利上げ	2027年7月
審議委員	小枝淳子	早稲田大教授	現状維持	2030年3月
審議委員	増一行	三菱商事常務	現状維持	2030年6月

（注）敬称略

（資料）日本銀行等よりニッセイ基礎研究所作成



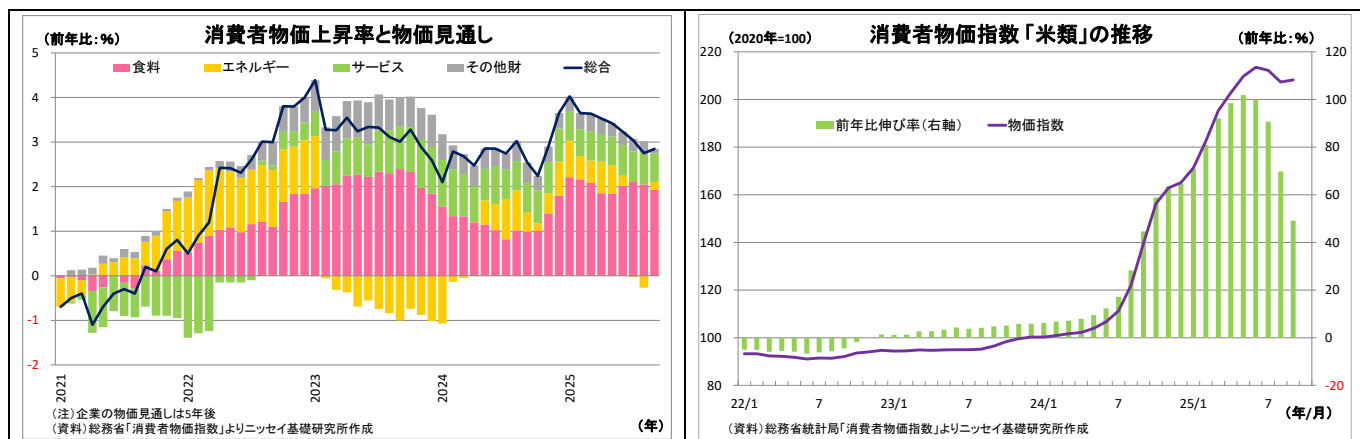
また、日銀として公式には表明しづらいが、高市政権が発足して間がなく、政府との間で方針のすり合わせが出来ていなかったことも利上げ見送りの判断に影響した可能性が高い。制度上は、利上げに際して政府の賛同は不要だが、意思疎通が十分に行われていない段階で利上げに踏み切れば、もともと利上げに慎重とみられる高市政権の反発を招きかねない。その結果、政策委員の人事や日銀法の改正などを通じて政府からの圧力が強まる恐れがある。



幸いにして、高市政権の発足を受け、市場では10月MPMの開始時点で利上げ見送り観測が既に浸透していた。このため、実際に見送っても市場の反応は限定的と見込まれたことも日銀の見送り判断を後押ししたと考えられる。

なお、利上げが後手に回ってインフレが加速する「ビハインド・ザ・カーブ」に陥るリスクに対しては、一定の警戒感こそ持っているものの、利上げを促すような材料にはならなかったとみられる。直近の物価上昇は食料品が主体で寄与度にして7割弱を占めるが、主力のコメの前年比伸び率が低下基調にあることなどから、「食料品価格の伸びが鈍化していく」という日銀の従来の見通しから乖離していないと判断されたとみられる。

また、円相場についても、10月に入ってから物価の押し上げ要因になる円安が進んだとはいえ、10月MPM時点のドル円レート(1ドル152円付近)はほぼ前年並みであった。



(次回利上げの見通し)

それでは、日銀はいつ次回の利上げに踏み切るのだろうか。

まず、大前提として、高市政権は「日銀の利上げ継続方針自体は許容する」と考えられる。

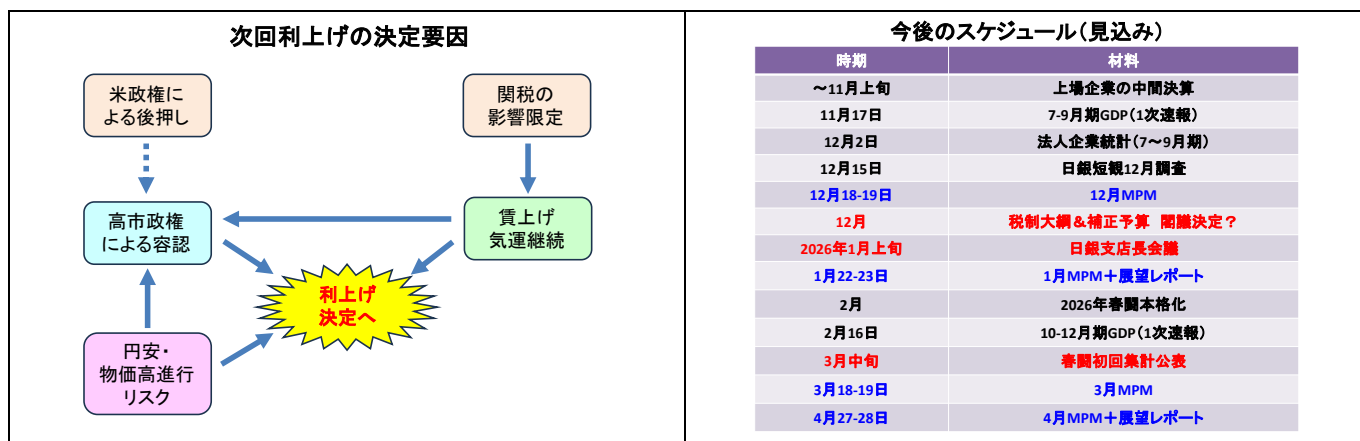
高市首相からは、首相就任以降、金融政策の方向性に関する具体的な言及はみられないものの、政府の諮問委員会にリフレ色の強いエコノミストを相次いで起用していることなどから、緩和的な金融環境を志向する姿勢は変わっていないと推測される。

しかしながら、仮に日銀が利上げ方針を撤回すれば、円安が急速に進んで輸入物価が押し上げら

れ、政府がまさに取り組もうとしている物価高対策の効果を相殺してしまう可能性が高い。高市政権の高い支持率の背景には物価高対策への期待があるだけに、円安の進行は支持率の低下を通じた政権の不安定化や政策の実行力低下につながりかねない。

また、米トランプ政権との関係上も高市政権が利上げ方針を否定するのは困難とみられる。ベッセント米財務長官はたびたび日銀の利上げを促すような発言をしてきた経緯があり、10月下旬にも「政府が日銀に政策運営の裁量を認める意思が、インフレ期待を安定させ、為替相場の過度な変動を防ぐ上で鍵となる」¹と日本政府による利上げ抑制をけん制するようなSNS投稿を行っている。このように、米国政府としては、日銀による利上げの遅れが円安ドル高の主因と捉えているフシがあるため、それを阻害すれば、最悪の場合、報復関税を課せられかねない。

従って、高市政権としては、早急な利上げに対しては難色を示すものの、緩やかな利上げ方針は許容する可能性が高いと見ている。ただし、日銀には従来よりも緊密な意思疎通と利上げにあたっての明確なエビデンスの提示が求められそうだ。



そのうえで、次回利上げを巡る注目ポイントとしては、「米国経済が関税等の影響で大きく減速しないか」、「来春闘の初動として、昨年ほどではないにせよ、高めの賃上げ率が保たれそうか」、「政府が利上げのタイミングについて難色を示さないか」という3点が挙げられる。

これを踏まえて考えると、メインシナリオとしては、次回利上げの時期を来年1月と予想する。この時期になれば、①米年末商戦を終えて米国などへの関税の影響が甚大なものにはならなさそうなのがえてくるほか、②日銀支店長会議を経て国内企業においても関税の影響が限定的に留まっていることが把握可能になる。さらに、③春闘を間近に控えて、高めの賃上げ気運が継続していることも確認できると考えられるためだ。日銀としては、政府などに対して利上げに踏み切る根拠を最も示しやすいタイミングと言えるだろう。また、予算編成や税制改正といった年末の政治イベントを通過していることも利上げのハードルを下げる方向に寄与しそうだ。

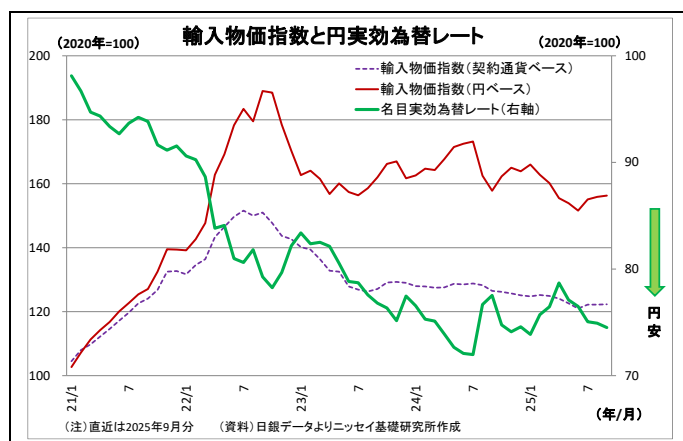
ちなみに、リスクシナリオとしては、前倒し・後ろ倒しのそれぞれのケースが考えられる。

メインシナリオよりも前倒しになるケース（すなわち、12月に利上げを実施）としては、円安が進行する場合が挙げられる。仮に今後円安が加速して、昨年7月以来の円安水準にあたる1ドル160円到達が視野に入る状況になると、物価上昇の加速に対する世論や政府の警戒感が大きく高まり、

¹ Bloomberg (2025年10月29日)「日本政府はインフレ抑制で日銀に裁量の余地を一ベッセント米財務長官」、
<https://chatgpt.com/c/690c33f4-4ca8-8324-9e54-3bee466de933>

日銀に対して円安抑制のための利上げを求める声が強まるはずだ。こうした声を受け、日銀は「円安によって物価の基調が押し上げられるリスクが高まった」として、利上げに踏み切る可能性が高い。また、供給制約などの影響によって、食料品の価格上昇が再び勢いを増してくる場合も同様だ。

逆に、メインシナリオよりも利上げが後ろ倒しになるケース（すなわち、3月以降に後ずれ）としては、関税の影響などから米国の景気が大きく減速する場合が挙げられる。その際にはFRBの大幅利下げ観測を受けてドル安（円高）がかなり進むことも利上げの障害となる。また、高市政権の利上げに対するハードルが思いのほか高く、より強いエビデンスが求められる場合も後ろ倒しの可能性が高まる。



現時点でのそれぞれの実現確率としては、メインシナリオ（1月利上げ）が50%、前倒しシナリオ（12月利上げ）が30%、後ろ倒しシナリオ（3月以降利上げ）が20%程度と見ている。

2. 日銀金融政策(10月)

（日銀）現状維持

日銀は10月29日～30日に開催した金融政策決定会合（MPM）において、政策金利の据え置きを決定した。これまで同様、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%程度で推移するように促すこととした。据え置きは6会合連続となる。なお、今回も前回9月MPMと同様、2名の委員が0.75%への利上げを主張し、据え置きに反対票を投じた。高田委員は「物価が上がらないノルムが転換し、物価安定目標の実現が概ね達成された」として、田村委員は「物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるため」として、それぞれ利上げを主張した。

MPM終了直後に公表された展望レポートでは、政策委員の大勢見通し（中央値）において、2025年度の実質GDP成長率、2026年度の消費者物価上昇率（除く生鮮食品・エネルギー）が小幅に上方修正されたものの（下図参照）、前回7月分と大差はなく、見通し期間後半にかけて物価上昇率が2%に収斂していく姿が維持された。レポートの内容では、今後の成長ペースの表現が、前回の「鈍化する」から「伸び悩む」へとやや上方修正され、内訳として、輸出・生産に「グローバルなAI関連需要が上押しに作用する」、名目賃金に「最低賃金の引き上げもあって」との表記がそれぞれ加わった。

また、経済のリスク要因として、「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」との表記が加わり、金融面での留意が必要なリスクに「株価」が加わった（前回是不動産のみ）。

MPM後の総裁会見において、植田総裁は経済・物価見通しについて、「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」と前向きに評価した。それでも利上げを見送った理由については、「海外経済、特に米国経済発、あるいは世界の通商政策動向を巡る不確実性は、（中略）依然と

して継続している。そういう中で当面注目しているのが、(中略) 来年の春闘に向けての労使の交渉姿勢がどのようなものになるかというところであり、この辺りを含めてもう少しデータをみたい」と説明。利上げの是非やタイミングについては「現時点で予断を持っていない」と言質を与えなかった。

物価に関しては、「中心的な見通しに沿って推移しており、現状はビハインド・ザ・カーブに陥る懸念が高まっているとは認識していない」との認識を示した。

米国経済については、「今後、消費者への関税の転嫁が更に進むというふうに考えているので、消費と景気へのマイナスの影響がこれまで以上に大きくなるリスクはある」と警戒姿勢を維持したものの、「下方リスクは、7月にみていた頃と比べ、やや低下した」と付け加えた。

来年の春闘を巡る動きについて、総裁は、「春闘全体をみなくてはというふうに考えているわけではなくて、初動のモメンタムを確認したい」、「25年度収益の予想はどうなるかというところも大事な材料になってくる」と説明。さらに、賃上げの規模感・地域間のばらつきについて、「大変大事な点」で「常に注意をしてみているところ」とその重要性を強調し、一番の情報源として四半期に一度の支店長会議を挙げた。

12月の予算編成中の政策変更は難しいのではないかとこの質問に対しては、「場合によっては変更するということは十分可能」と回答した。

また、高市首相が利上げに反対した場合の対応を問われた場面では、「(海外経済・賃金設定行動という点について) 私どもの納得がいけば、それは政治状況にかかわらず、金利を調整するということになる」との考えを示した。

展望レポート(25年10月) 政策委員の大勢見通し(中央値) (前年比)					展望レポート(25年10月) 政策委員のリスク評価(コアCPI) (名)			
		実質GDP	コアCPI	コアコアCPI		上振れ リスク大	概ね バランス	下振れ リスク大
25年度	今回	0.7% ↑	2.7%	2.8%	25年度	今回	3	4
	前回	0.6% ↑	2.7% ↑	2.8% ↑		前回	3	3
26年度	今回	0.7%	1.8%	2.0% ↑	26年度	今回	3	4
	前回	0.7%	1.8% ↑	1.9% ↑		前回	3	3
27年度	今回	1.0%	2.0%	2.0%	27年度	今回	2	6
	前回	1.0%	2.0% ↑	2.0%		前回	2	6

(注) 前回は7月、今回は10月分(矢印は修正状況)
コアコアCPIは生鮮食品・エネルギーを除く
(資料) 日本銀行

(注) 前回は7月、今回は10月分
(資料) 日本銀行

一方、足元で進んでいる円安の影響については、「為替変動のもとになった要因も含めて、経済・物価への影響を精査していきたい」との発言に留めた。

食料品価格上昇の影響については、特に家計の短期のインフレ期待に対する強い影響を認めた一方で、中長期のインフレ期待については、「食料インフレに連れてものすごい上がっているという状況ではない」との見解を示した。

展望レポートで付け加えられたAIを巡るリスクに関しては、「設備投資というような支出面でも、資産価格という面でも、おそらく今の勢いを支えている根本的な理由は、今後この分野で強い生産性上昇の波、あるいはもう少し平たく言えば、収益が上昇するという期待感」としたうえで、「仮にこの期待感がその通りには実現しないというようなことが明らかになってくるということであ

れば、ある程度の調整はあり得る」との認識を示した。

中期的な課題である中立金利に関しては、「幅を持ってしか中立金利ないしターミナル金利を特定できないという状態は残念ながら続いており、（中略）その幅を今のところまだこれまで以上に狭くするということできていない」と説明した。

（今後の予想）

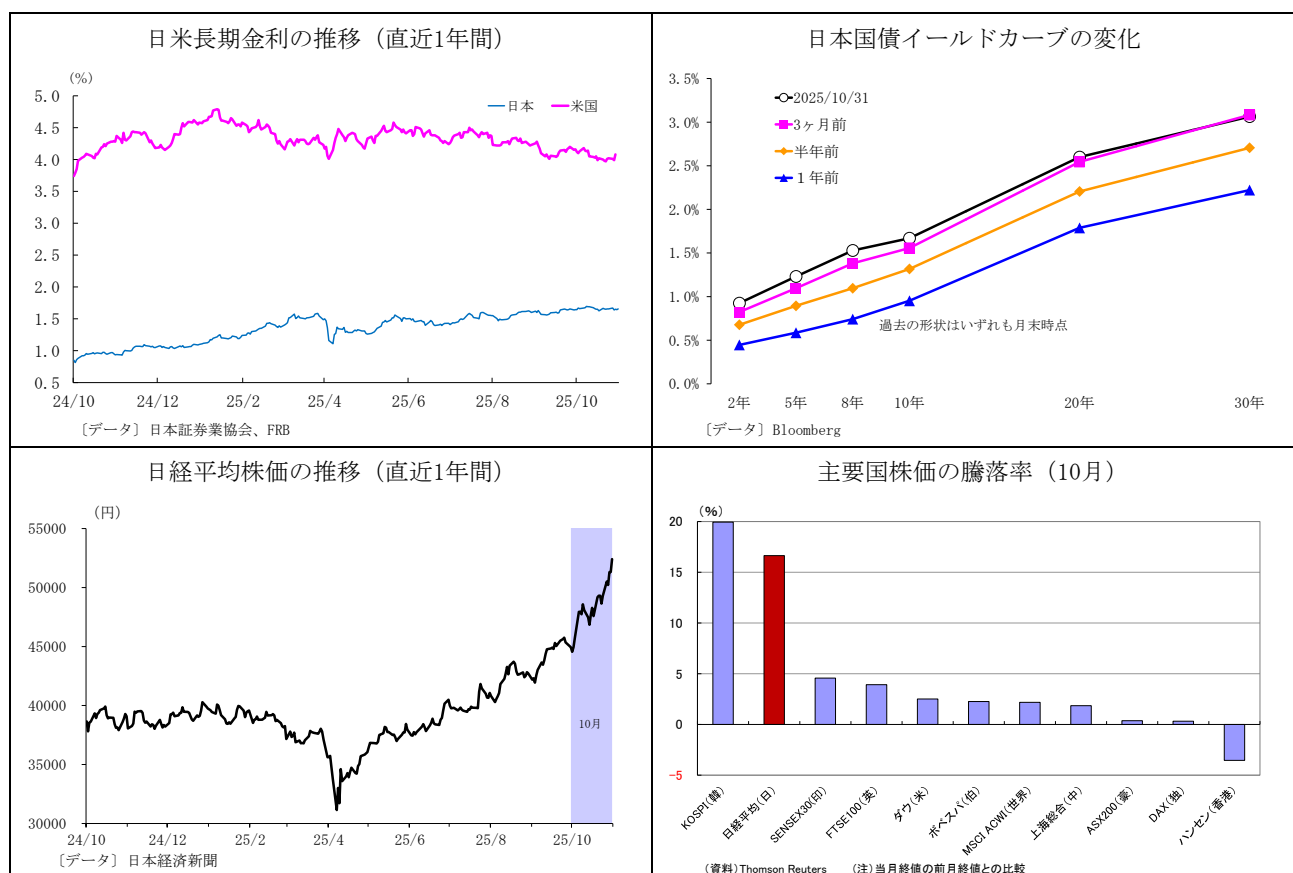
次回の利上げは来年1月と予想。詳細はトピック部（上記3～5ページ）に記載。

3. 金融市場（10月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

10月の動き（→） 月初1.6%台半ばでスタートし、月末も1.6%台半ばに。

月初、自民党の新総裁に高市早苗氏が選出されたことを受けて財政拡張観測が高まり上昇基調に。高市氏選出に伴う円安進行が日銀の早期利上げ観測を刺激したこともあり、10日には一時1.7%に到達した。その後は公明党の与党離脱を受けて早期利上げ観測が後退、米地銀の信用不安の高まりも相まって、17日には1.6%台前半に低下した。下旬には政策委員の発言や観測報道を巡って日銀の早期利上げ観測が交錯し、1.6%台半ば付近での推移が継続。月末には日銀が利上げを見送ったものの、大方の直前の見立て通りであったため反応は限られ、1.6%台半ばで終了した。



（ドル円レート）

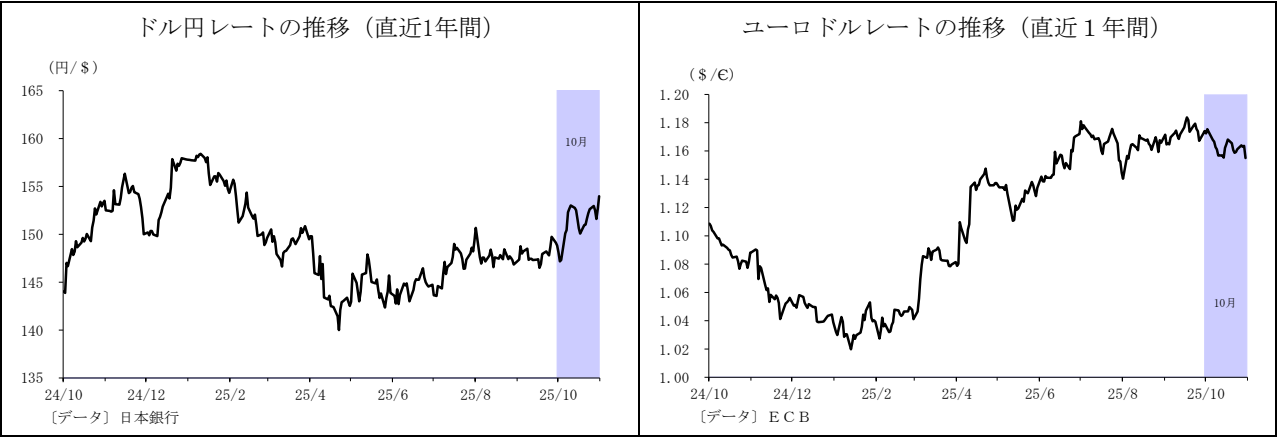
10月の動き（↗） 月初148円台前半でスタートし、月末は154円近辺に。

月初、米政府閉鎖開始を受けてドルが弱含んでスタートした後、自民党新総裁に財政拡張や金融緩和を志向すると目される高市早苗氏が選出されたことで円安が急速に進み、10日には153円に到達した。その後は公明党の連立離脱によって高市氏が首相に選出されない可能性が意識されたほか、米中貿易摩擦の再燃や米地銀の信用不安に伴うリスク回避的な円買いなどもあって17日には一時149円台まで円高へ。一方、下旬には高市氏が首相に選出されたほか、米中貿易摩擦の緩和期待が台頭し、27日には153円に回帰した。月終盤にはベッセント米財務長官による日本政府に対する利上げ容認要求ととれる発言が円の支えになったものの、日米金融政策決定会合を経て、FRBの早期利下げ観測と日銀の早期利上げ観測がともに後退し、月末は154円近辺まで円安が進行した。

(ユーロドルレート)

10月の動き (ㇿ) 月初1.17ドル台前半でスタートし、月末は1.15ドル台半ばに。

月初、米政府閉鎖を受けてユーロがやや強含んだ後、仏首相による辞表提出を受けて同国政治の混乱が懸念されてユーロが下落し、8日に1.16ドル台前半に。さらに14日には1.15ドル台半ばまで下落した。その後は仏首相が年金改革を凍結する方針を示して政治不安が後退し、17日には1.16ドル台後半を回復した。下旬には米中貿易摩擦の緩和期待などからドルが底堅さを見せ、ユーロの重石に。さらにFOMCを経てFRBの早期利下げ観測が後退してドル高圧力が強まり、月末は1.15ドル台半ばで終了した。



金利・為替予測表 (2025年11月7日現在)

		2025年		2026年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想				
日本	コールレート（誘導目標・期末）	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
	10年金利（平均）	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
米国	FFレート（期末）	4.25	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
	10年金利（平均）	4.2	4.2	4.3	4.2	4.1	4.1
ユーロ圏	中銀預金金利(期末)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	10年金利（独、平均）	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
ドル円	（平均）	148	153	149	147	145	144
ユーロドル	（平均）	1.17	1.16	1.18	1.19	1.19	1.20
ユーロ円	（平均）	172	177	176	175	173	173

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標、レンジの場合は上限値を記載

本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。