

2025 年 7 月 31 日
りそなホールディングス 市場企画部
佐藤 芳郎

日銀金融政策決定会合：足元の成長見通し上方修正で利上げに一步前進、10 月利上げに向けて更に重要になる日銀と政府の意思疎通

要約

- 日銀は 7 月 30-31 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.50% で据え置いた（全員一致）。日米貿易交渉は合意に至ったものの、日銀としては関税の影響をまだ見守る段階にあり、また事前のアナリスト調査でも全員が政策維持を予想していたことから想定通りの結果といえる。
- 展望レポートの景気見通しの修正は、現状の消費者物価インフレ率の高騰を反映したことに加え、小幅ながらも足元の成長見通しを上方修正した。展望レポートの文言にはまだ慎重な内容が残っているものの、次回の利上げに向けて一步前進した内容といえる。
- 日銀は「景気が想定通りであれば利上げは継続」との姿勢を維持しており、今回の展望レポートは景気が日銀の想定に近いことを示唆する内容と判断できる。日銀は、4-6 月期 GDP、同期法人企業統計、9 月調査日銀短観、そして支店長会議を経て、日本経済が関税の影響に耐えられていることを丁寧に確認した上で、早ければ 10 月に利上げに踏み切ると弊社では引き続き予想している。日銀がそうした判断をする際には、トランプ米大統領が突発的に合意を翻意しないことが重要な前提となり、今後は日銀と政府の意思疎通の重要性が更に高まる。

想定通りの金融政策据置き

日銀は 7 月 30-31 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.50% で据え置いた（全員一致）。日米貿易交渉は自動車関税と相互関税率が 15% になることなどで合意したものの、日銀としては 4 月から賦課が開始された関税の影響をまだ見守る段階にある。また、ブルームバーグによるアナリスト調査でも回答者 56 人の全員が今回会合の政策据置きを予想していたこともあり、結果は想定通りであったといえる。

景気は日銀の想定通りながらも、展望レポートの文言は総じてハト派

日銀は今回の会合で四半期ごとの展望レポートを公表している。今回の景気見通しでは（図表 1 赤枠）、足元の消費者物価インフレ率の高騰を反映して、2025 年度のコア CPI は 2.7% へと上方修正された。更に、次回利上げに向けて重要なヒントになると弊社では見ているが、2025 年度の実質 GDP 見通しは 0.6% と小幅ながらも前回から引き上げている。5 月 1 日に公表した前回の展望レポートでは、「各国間の貿易交渉がある程度進展する」ことが既に景気見通しの前提とされていた。実際に、7 月 23 日には日米の貿易交渉が実際に合意に至っており、それまでに米国政府から 25% と通告されていた相互関税は 15% とされることになり、更に自動車の関税率も既に発動されている 25% から 15% に引き下げられることとなった。それを踏まえば、小幅ながらも足元の成長見通しが引上げられたことは、景気が日銀の想定通りであり、日本経済が関税の影響に耐えられるという想定の高まったとの判断が示唆されている。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 1：2025 年度の物価に加えて以外は修正が小幅に留まった今回の展望レポート

単位：%	2025年度の見通し			2026年度の見通し			2027年度の見通し		
展望レポート	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
2024年1月	1.0	1.8	1.9						
2024年4月	1.0	1.9	1.9	1.0	1.9	2.1			
2024年7月	1.0	2.1	1.9	1.0	1.9	2.1			
2024年10月	1.1	1.9	1.9	1.0	1.9	2.1			
2025年1月	1.1	2.4	2.1	1.0	2.0	2.1			
2025年5月	0.5	2.2	2.3	0.7	1.7	1.8	1.0	1.9	2.0
2025年7月	0.6	2.7	2.8	0.7	1.8	1.9	1.0	2.0	2.0

出所：日本銀行、りそなホールディングス

今回公表の声明文を前回と比較すると（図表 2）、米国との貿易交渉の合意を踏まえて、不透明感の程度について「きわめて」といった表現を削除するなど、ある程度は景気認識が前進した趣旨の内容にはなっている。ただし、実際には 4 月以降に相互関税と自動車関税が発動されたこともあり、今回の声明文でもその影響を懸念するという趣旨の内容が残り、日銀としては依然として慎重に判断していきたいとのスタンスが見えている。

図表 2：前回と今回の声明文比較

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等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。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動（追加）の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きが続いている。企業収益は改善傾向にあり、業況感は良好な水準を維持している（短観による追加）。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さが見られるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している（「緩やかな増加基調を維持している」からやや下方修正）。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、（「既往の輸入物価上昇や」を削除）米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとは 3% 台前半 （「半ば」から下方修正）となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策の影響を受けて、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。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、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）については、（「これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇や」を削除）このところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、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

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性は高い状況が続いており **（「きわめて高く」からは評価が緩和）**、その金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

金融政策運営については、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。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策の今後の展開やその影響を巡る不確実性が **（「きわめて」を削除）** 高い状況が続いていることを踏まえ、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。

備考 1：修正部分の加工はりそなホールディングスによる

備考 2：展望レポート公表の有無によって、会合ごとに声明文の形式が異なるため、比較可能な部分と注目部分をりそなホールディングスで抜粋している

出所：日本銀行、りそなホールディングス

日銀の次回利上げ予想時期：市場コンセンサスは今年 10 月もしくは来年 1 月、弊社は今年 10 月メイン

声明文の内容に慎重さは残ったが、「景気が見通し通りであれば、低過ぎる実質金利を修正していくために利上げは継続する」との日銀の基本的な姿勢は変わっていない。ブルームバーグによるアナリスト調査では、日銀の次回利上げ予想は今年 10 月か来年 1 月という見方が主流となっている。

弊社でも、次回の日銀利上げは早ければ 10 月になると見込んでいる。下表（図表 3）は、日銀が 10 月 30 日の金融政策決定会合で利上げを決断すると仮定して、それまでに通過する必要があると見られるチェックポイントまとめたものになっている。次回利上げのためには、日本経済が 15%の相互関税と自動車関税に耐えられることを確認することが必要条件になると弊社では見ており、それが説得力のある形で示されるためには、GDP を中心として主要なマクロ経済統計の底堅さが確認される必要があるだろう。加えて、日銀支店長会議での景気報告は、日銀の利上げへの意思表示として重要なコミュニケーションツールになる。また、日米の貿易合意には、履行状況を定期的に確認するという項目があるとの報道がされているように、日銀が利上げを継続できる大前提として、トランプ米大統領が合意を突如として翻意しないということが重要になる。利上げ判断の責任自体は日銀にあるものの、通商動向に不透明感が残る中では、政府と日銀の意思疎通がこれまで以上に重要になってくる。

図表 3：「日本経済は関税に耐えられる」ことを確認するチェックポイント

日付	イベント	重要ポイント
8 月 15 日	4-6 月期 GDP	● 4-6 月期の景気が関税の影響に耐えられたのか ● 特に、設備投資と輸出は底堅かったのか
9 月 1 日	4-6 月期法人企業統計	● 製造業を中心に関税の企業利益への影響はどの程度か
9 月 19 日	金融政策決定会合	● 関税の影響を見守る段階にあり現状維持か ● 関税の状況を踏まえた植田総裁の景気認識はどうか
10 月 1 日	9 月調査日銀短観	● 企業景況感に関税の影響に持ちこたえられているのか ● 2025 年度の利益計画と設備投資に変調はないか

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

10月上旬	日銀支店長会議	● 10月に利上げをするのであれば、最終チェック段階 ● 関税の影響に企業は耐えられているのか ● 関税を踏まえても来年度の賃上げは大丈夫そうなのか
10月30日	金融政策決定会合	● トランプ米大統領が突如として関税合意を翻意しないことなどを政府と確認しつつ利上げへ

出所：りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。