

2025 年 9 月 19 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：審議委員 2 名が利上げ提案、10 月利上げ判断は日銀短観と支店長会議次第に。ETF と J-REIT の売却方針も決定

要約

- 日銀は 9 月 18-19 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.50% で据え置いた。日米貿易合意を経た関税率の引下げは 9 月 16 日に発動されたばかりであり、日銀としては関税の影響をまだ見守る段階だ。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。しかし、高田審議委員と田村審議委員の 2 名が 0.75% への利上げを提案し、反対多数で否決されている。
- 日銀は長らく検討中としてきた ETF と J-REIT の売却方針を決定した。ETF は年間 3,300 億円程度（簿価ベース）、J-REIT は年間 50 億円程度（簿価ベース）での売却を準備が整い次第開始するとした。単純計算すれば売却に 100 年以上の時間をかけることになり、かなり緩やかなペースでの売却であれば市場への影響は限定的だろう。
- 今回の声明文の内容は、前回の展望レポートからほとんど変更のないハト派な内容であったこともあり、関税合意の正式な発動を経ても日銀の景況判断はほとんど前進していない。
- 高田審議委員と田村審議委員の利上げ提案はあったものの、声明文がハト派な内容になったことを踏まえれば、政策委員会全体の中ではどちらかといえばまだハト派よりの意見が主流と見られる。日銀の利上げ判断には、日本経済が関税の影響に耐えられるとの見通しを得られるのが鍵となる。その意味では、9 月調査日銀短観（10 月 1 日）と日銀支店長会議（10 月 6 日）で示される見通しが、10 月利上げに向けた最終判断の材料になる。

想定通りの金融政策据置き

日銀は 9 月 18-19 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.50% で据え置いた。日米貿易交渉は 7 月 22 日に合意に至っていたものの、正式な形での発動は 9 月 16 日とほぼ 2 か月間を要した。合意内容では、自動車に対する関税率は 25% から 15% に引き下げられたものの、相互関税率は 10% から 15% に引き上げられる結果となった。日銀としては影響をまだ見守る段階にある。ブルームバーグによるアナリスト調査でも回答者 50 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。しかし、今回の決定会合では高田審議委員と田村審議委員の 2 名が 0.75% への利上げ提案を行った。以下で議論する通り、日銀政策委員会の中ではまだハト派よりの見方が主流だと思われるものの、両審議委員の提案は利上げへの機運が一定程度は高まっていることを示唆した。

日銀はついに ETF と J-REIT の売却方針を決定

日銀は白川元総裁の時代から買い入れてきた ETF と J-REIT について、量的・質的金融緩和とマイナス金利政策を解除した後も、買入を停止しただけで、処分については長らく検討中としてきた。しかし、今回の政策決定会合では処分方針を決定し、ETF については簿価ベースで年間 3,300 億円程度（時価ベース 6,200 億円程度）、J-REIT については簿価ベースで年間 50 億円程度（時価ベース 55 億円程度）の売却を、所要の準備が整い次第開始する予定とした。売却の加速または減速・停止を含めてペースの見直しを行うこともありうるとしているものの、日銀は 8 月末時

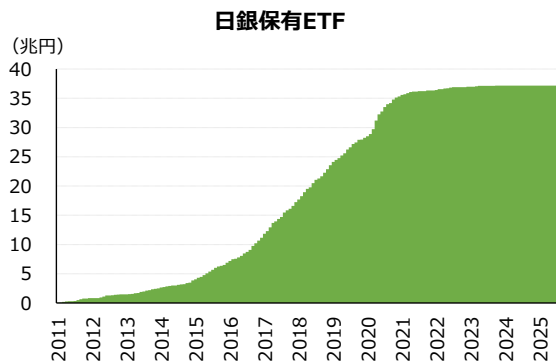
◎注意事項

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。

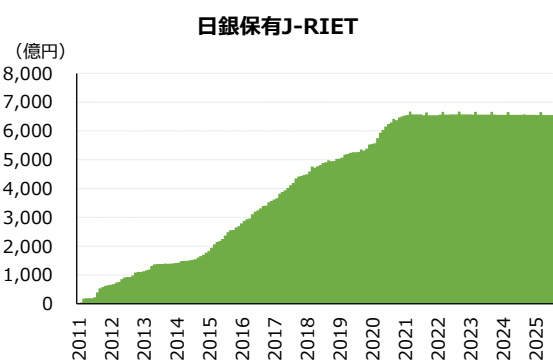
点で簿価ベースで ETF を 37.2 兆円と J-REIT の 6,550 億円を保有しており（図表 1～2）、売却が終わるのは単純計算で 100 年以上も先のこととなる。日銀が売却するとのアナウンスメント効果が株式市場の大幅な変動を引き起こしたが、実務的に言えばこの程度の売却ペースであれば市場への影響は限定的だろう。

図表 1：日銀保有 ETF の売却は 110 年以上



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 2：日銀保有 J-REIT の売却は 130 年以上



出所：日本銀行、りそなホールディングス

ハト派な内容となっていた展望レポートから今回の文言は殆ど変更なし

今回の声明文を見ると、全体としてハト派な内容となっていた展望レポートからは殆ど変更はなかった（図表 3）。むしろ製造業を中心として、企業利益に関する判断がやや下方修正されている。上述のとおり、2 名の審議委員が利上げ提案を行ったことを踏まえても声明文がハトな内容に留まったことは、日銀政策委員会の中では慎重な見方が依然として主流であることが示唆されている。

図表 3：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。企業収益は、**製造業において関税による下押しの影響がみられるが（追加）、全体としては高水準を維持している（「改善傾向」から下方修正）**。業況感は**良好な水準を維持している（短観調査を削除）**。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。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、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは**2%台後半（「3%台前半」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

◎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。

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、「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。

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、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。

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

10 月利上げ判断に向けて短観と日銀支店長会議が鍵に

2 名の審議員が利上げ提案をしたことと、ハト派な声明文が公表されたという今回の会合は、総じてみれば、日銀政策委員の中では慎重な見方が依然として主流であるものの、利上げに対する機運も出始めているという、正直に言えば微妙な環境が醸成されていることが窺える。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次回の 10 月会合か来年 1 月という見方が引き続き主流となっている。

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 2）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。これまでに確認されたものでは、4-6 月期の GDP と法人企業統計では、それぞれ、トランプ関税の下でも設備投資と輸出が底堅かったこと、そして企業利益が底堅かったことが確認され、日銀が利上げを判断するには安心材料と判断できる内容であった。

他方、今回の金融政策決定会合は、タカ派な見方とハト派な見方が両方出るとい、何とも言えない材料となった。それを踏まえると、仮に日銀が 10 月に利上げに踏み切るのであれば、日本経済が関税の影響に耐えられているとの確度の高い見通しが必要となる。その意味で、企業が設備投資計画や利益計画を示す 9 月短観調査（10 月 1 日公表）と、日銀が企業に対してヒアリング調査を行った結果を報告する日銀支店長会議（10 月 6 日開催）は、今後の景気見通しを確認するための重要なチェックポイントとなる。日銀が直近 2 度の政策金利引き上げ局面でいわゆる「天井」にぶつかったのは突発的な外的な要因によるものだったが（2000 年代序盤の IT バブル崩壊、同年代後半のリーマンショック～世界金融危機）、今回については関税の影響という所与条件の下で日銀が判断を下すことになり、日銀としては利上げについて短観と支店長会議から明確な根拠が必要となってくる。

図表 2：「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	利上げの後押し要因？
8 月 15 日	4-6 月期 GDP	● トランプ関税下でも設備投資と輸出は底堅かった	○
9 月 1 日	4-6 月期法人企業統計	● トランプ関税下でも企業利益は底堅かった	○
9 月 19 日	日銀決定会合	● 声明文がハト派な内容に留まった ● 2 名の審議員が利上げ提案を行った	△
10 月 1 日	9 月調査短観	● 企業景況感は持ちこたえられているのか ● 25 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6日	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 ● 関税を踏まえても賃上げは大丈夫そうなのか	
10月30日	日銀決定会合	● 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。