

2025 年 10 月 30 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 名が引き続き利上げ提案するも現状維持、展望レポートは 12 月利上げの可能性を残しながらも依然慎重

要約

- 日銀は 10 月 29-30 日の金融政策決定会合で、政策金利を 0.50% で据え置いた。アナリスト予想でもほとんどが現状維持を見通していたこともあり違和感はない。9 月会合で利上げを提案していた高田審議委員と田村審議委員が引き続き利上げを提案したが、利上げにはやはり審議委員票よりも日銀幹部（総裁・副総裁）票が重要だろう。
- 公表された展望レポートでは、特に次回利上げ時期の模索について重要になるとみられる 2025 年度と 2026 年度について、前回と同様に底堅い成長見通しとインフレの高止まりが見通された。12 月会合での利上げの可能性が維持された内容と判断できる。
- 他方、声明文の内容は、7 月会合以降で示されているハト派な内容から今一つの前進がない。タカ派な一部の審議委員に対して、日銀幹部が慎重な姿勢を崩していないということがここからも伝わる。10 月 20 日の高田審議委員の講演の通り、米国の関税が設備投資を下振れさせていないか、輸出を下振れさせていないか、企業収益を低下させていないか、そして日米の金融政策の兼ね合いで為替が円高方向に降れていないのか、が判断要因となる。それらについて、利上げ提案をした審議委員と日銀幹部の判断ギャップが埋まっていくのが 12 月利上げに向けて重要となる。12 月 15 日公表予定の短観の結果が大きな判断材料となるだろう。

想定通りの金融政策据置き、利上げ提案も前回と同様の 2 名

日銀は 10 月 29-30 日の金融政策決定会合で、賛成多数（7 対 2）で政策金利を 0.50% で据え置いた。ブルームバーグによるアナリスト調査では 50 人中 45 人が現状維持を予想していたことから結果に違和感はない。また、今回の会合では、9 月会合で利上げ提案をしていた高田審議委員と田村審議委員に加え、最近の講演内容を踏まえて野口審議委員も利上げ提案に加わる可能性が想定されていたものの、結局は前回と同じ 2 名に留まった。日銀の政策委員会メンバーが 9 人であることを踏まえれば、あと 3 人が判断を変えれば、利上げが決定されることになる。票読みの観点でいえば、現状維持に賛成している審議委員 4 名（野口氏、中川氏、小枝氏、増氏）のうち 3 名の利上げ賛成者が出る可能性は否定できない。しかし、政策金利の引上げ決定という重要性を鑑みれば、やはり日銀幹部（総裁・副総裁）が利上げに賛成する可能性の方が現実的だろう。後段で議論するとおり、日銀幹部が利上げに賛成するためには、12 月 15 日の公表予定の短観調査の内容が重要な判断材料になりそうだ。

展望レポートの景気見通しは 12 月利上げの可能性を残した

今回公表された展望レポートの内容を踏まえると、12 月 19 日の金融政策決定会合で利上げが決定される可能性は残っている。特に足元の金融政策に対する影響が強いと考えられる 2025 年度と 2026 年度の景気見通しを見ると（図表 1）、前回からほぼ横ばいの見通しになっており、トランプ関税の影響がある下でも底堅い成長とインフレ見通しが示されていると判断できる。足元の 2025 年度のインフレ率が高止まりすると見通しは、即ち実質金利が大幅に緩和的であることが続くということの日銀が見込んでいるということであり、やはり次回利上げとなる 0.75% への引上げはまだ妥当だと日銀が判断していることが示唆されている。他方、中期的に、2026 年度から 2027 年度にかけてインフレ見通

◎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。

しが安定していることは、日銀として金融政策がビハインドザカーブ（いわゆる周回遅れ）に陥っているとは判断しておらず、利上げのペースがこれまでと同様にかなり慎重なものに留まり、現状の見通し期間中に利上げの到達点（ターミナルレート）を意識していることが示唆されている。

図表 2：2025 年度の日銀景気見通しは 12 月利上げの可能性が残ることを示唆

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4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
2025年10月	0.7	2.7	2.8	0.7	1.8	2.0	1.0	2.0	2.0

出所：日本銀行、りそなホールディングス

7 月以降はハト派な内容から今一つ進展のない景気判断の文言

展望レポートの景気見通しの数字が 12 月利上げの可能性を残している一方で、景気判断の文言はかなりハト派な内容に傾いた 7 月からあまり進展していない（図表 2、3）。2 名が利上げ提案をするなど政策委員会の中に利上げの機運があるのは確かだが、日銀幹部が慎重な姿勢を崩していないことが声明文の文言の中に表れている。かなり細かい修正部分の指摘にはなるが、「各国の通商政策の影響を巡る不確実性が**なお**高い」（下線部が変更点）とあり、特に日銀幹部はやはり関税の影響をまだ時間をかけて点検したいとの姿勢が窺える。

図表 2：今回の声明文

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、全体としては高水準を維持しており、**業況感も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、物価上昇の影響を受けつつも**（消費者マインドへの言及を削除）**、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。**一方、住宅投資は減少している（下方修正）**。この間、公共投資は横ばい圏

図表 3：前回 9 月会合声明文

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、全体としては高水準を維持している。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。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

◎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。

内の動きが続いている。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 **3%程度（上方修正）** 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）は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、**来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる（展望レポートによる追加）**。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース（「鈍化」の削除は展望レポートで 2025 年度と 2026 年度の成長率を横ばいと見ている影響とみられるため、深い意味はないと考えられる）の影響を受けて伸び悩むことが見込まれる。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、**基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに（「基調的な物価」という表現への批判が強いことから、消費者物価との見方を摺り寄せ）**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。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性は **なお（不透明な状況が続いていることによる追加）** 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。

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

次の重要な判断材料は 12 月短観調査

それでは、利上げを提案している一部審議員と、慎重な姿勢を維持している日銀幹部の間でのいわば判断ギャップはどのようにして埋まっていくのだろうか。そのヒントは 10 月 20 日に行われた高田審議委員の講演内容にあると考えられる。具体的には、高田審議委員は米国の関税政策などについて、その影響を 4 つの観点から判断していると述べていた。

◎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。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。