

<第1部>

10月日銀金融政策決定会合レビューと  
今後の金融政策見通しについて

2025年11月5日

上田八木短資株式会社

植木修康

## 概 要

### 1. 10月会合の概要

- ・ 事前の想定通り、政策金利の変更はなかった。
- ・ 経済物価の見通しについては、概ね前回対比で不変であるが、仔細に見ると物価はやや上振れリスクが拡大した模様。
- ・ 今後の注目点として、改めて(新たに)来年の春闘の「初動のモメンタム」を見たい、との姿勢が、会見でのみ、示された。

### 2. 10月会合に至る発信の推移

- ・ 概ね、9月までは秋を含む利上げが可能な発信であったが、10月以降は総裁から不確実性がなお大きいとの認識が示された。この間、審議委員からは、積極的・前向きな発信が続いた。
- ・ 短観・支店長会議は相応に明るい内容であったが、それを利上げへの織り込みに繋げる動きはなかった。

### 3. 最近の論点

- ・ 米国の経済物価に関するFRB(及びIMF)の見方
- ・ 関税が国内経済・物価の先行きに与える影響
- ・ 食料インフレ(の減衰)と個人消費
- ・ 日本銀行法上の論点
- ・ 政策金利等の先行きに関する市場予想
- ・ 金融システムの状況
- ・ 金融政策等に関する当面のイベントスケジュール
- ・ 準備預金(超過準備)の水準

### 4. 今後の展望

- ・ 今後、春闘の初動モメンタムと食料インフレの減衰、政府との意思疎通、という点の確認が必要となる中で、実際には後者の問題となる可能性が高いとみられ、その場合には為替動向が大きなポイントとなると思われる。
- ・ 12月については、円安の進行ないし懸念の高まりがある中で、「立ち位置調整」との説明での利上げを目指すと見られるが、日本銀行が対政府で無理をしない姿勢である中で、今後の発信を注意していく必要がある。

## 1. 10月会合の概要

2. 10月会合に至る発信の推移

3. 最近の論点

4. 今後の展望

(付) 10月会合に至る発信の推移(詳細)

# 1. 10月会合の概要 (1)経済物価環境と日本銀行法上の論点を巡る10月会合までの流れ

## 日本銀行法における政府との意思疎通

## 金融政策運営方針と経済物価環境

- 金融政策の独立性を与えられる一方、政府の基本方針の整合性や意思疎通、国民・国会への説明が求められる。

- 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、(見通し期間後半の2%物価目標達成との)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、政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整。

↑ マイナス金利解除時の総裁国会答弁、昨年7月の岸田総理@軽井沢、今年1月の赤澤大臣@日本記者クラブ

↓ 都議選・参院選(7月)の実施と与党敗退

↓ 総理進退の長期化・退陣表明(9月)、自民総裁選始動

↓ 自民新総裁選出(10月)、公明党の連立離脱、政局の混迷・国会日程の不透明化

↓ 高市政権発足(「手段」の独立性、意思疎通を強調)

### ①形式・手続面

### ②実質・内容面

直近の  
利上げ

7月会合

9月会合

10月会合

↑ 基調的物価上昇率の上昇  
↑ 見通し実現の確度の高まり

↓ 関税ショック(4月)を受けて影響を確認  
↑ 関税合意(7月末)。不確実性の後退

↑ 不確実性を米国での物価転嫁にフォーカス  
▼ 関税の影響顕現化が遅れているとの認識

↑ 米国経済のリスク後退  
▼ 来年の春闘の確認が必要との認識

- 経済物価環境では、7月以降に不確実性が後退する中でも、次の利上げにあたって、米国経済の動向に続いて(新たに)来年の春闘について確認したいとしている。一方、政府・国会との関係では、①政府との意思疎通や国会への説明が難しい状況が続いた後、②利上げに慎重な可能性のある政権の誕生があった。
- だとすると、利上げに関して日本銀行法上の「政府との意思疎通」が不十分であったことも意識されている可能性。今後、これが上記①手続き待ちに止まるか、②政治圧力となって政策判断に影響が及ぶか、今後の見極めが必要。

## (ご参考)憲法・法律上の枠組み<日本銀行法>

- 日本銀行は、我が国及び各国での金融政策における歴史的な教訓を踏まえ、日本銀行法という憲法の枠内で、通貨及び金融の調節(=金融政策)を自主的に(=独立して)行う。一方、政策の内容と過程の国民への説明と、金融政策は経済政策の一環とされた上で政府方針との整合性・政府との意思疎通が求められている。即ち、金融政策は経済政策の一部が政府から切り出された位置付け。また、金融政策の目的と手段は区別されておらず、日本銀行が物価安定と経済発展のために行うとされる。
- 上記に関する民主的コントロールとして、国会同意人事(内閣が提示・任命、国会が同意)がある。また、内閣からは独立した会計検査院による検査なども一定の担保となっている。

§ 1 ①日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。

②日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。

§ 2 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。

§ 3 ①日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。

②日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない。

§ 4 日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。

§ 23 ①総裁及び副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する。

②審議委員は、経済又は金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験のある者のうちから、両議院の同意を得て、内閣が任命する。

§ 25 日本銀行の役員は、§ 23⑥後段(略)に規定する場合又は次の各号(=破産、日銀法違反、刑事罰、心身故障)のいずれかに該当する場合を除くほか、在任中、その意に反して解任されることがない。

§ 54 ①日本銀行は、おおむね6月に1回、政策委員会が議決した§ 15①各号に掲げる事項の内容及びそれに基づき日本銀行が行った業務の状況を記載した報告書を作成し、財務大臣を経由して国会に提出しなければならない。

②日本銀行は、前項の報告書について、国会に対し説明をするよう努めなければならない。

③日本銀行の総裁若しくは政策委員会の議長又はそれらの指定する代理者は、日本銀行の業務及び財産の状況について各議院又はその委員会から説明のため出席することを求められたときは、当該各議院又は委員会に出席しなければならない。

### 【参考】会計検査院法

§ 1 会計検査院は、内閣に対し独立の地位を有する。

§ 22 会計検査院の検査を必要とするものは、左の通りである。

(5) 国が資本金の1/2以上を出資している法人の会計\*

\*日本銀行では、出資証券の55%が政府保有。

## 1. 10月会合の概要 (2)総裁会見 ①全体感、発言のポイント[1]

- ・政策変更の見送りは、会合の直近までの発信から予想通り。
- ・見送りに至ったロジック(下記)については、それだけを取り出せば不自然さはない。「春闘の初動のモメンタム」に関しては、昨年12月の「もうワンノッチ」に近いものとも理解すると、利上げに向けた姿勢も維持されていると見える。
- ・しかしながら、見通し実現の不確実性が後退(=確度が上昇)している中でも、新たに確認したい要素として、これまで構造的に強くなっているとされる「来年の春闘」が改めて強調され、それが「なお下方リスクの方が大きい主因」として挙げられていることには違和感は残る。
- ・この点、今回の会合で政府との意思疎通に触れ、それに関する実例がいずれもまだ実現していないこと、10月以降の日本銀行発信に勢いが感じられなかったこと、などからみると、政府との連携が進んでいなかったこと、もしくは政権との関係への配慮があったことが判断に影響していることも考えられる。
- ・また、会見では新政権に合わせたと見られる発言があったことなどからは、日銀法上の「意思疎通」という手続的な制約に止まらない影響があるかどうかについては、今後の見極めが必要と思われる

### ▽今回会合での利上げ見送りにおける基本的な論理構成

- ① 前回から3か月経過して見通しに変化がないこと政策据え置き理由となっている。
- ② 同時に、時間の経過によって状況が変わっていないことは、見通し実現の確度の高まりを意味する。また、大きな不確実性の中心であった米国経済のリスクは、なお不確実ではあるが、後退してきている。
- ③ 一方、現在はビハインドザカーブに陥るリスクは高まっていない。
- ④ そうした中、15%の関税率における企業収益の下で賃金設定スタンスが消極化していないかについて、もう少し確認したい。また、その間に米国経済に不測の悪化がないかも確認する。
- ⑤ 賃金設定スタンスの確認にあたっては、春闘の初動のモメンタムを見たい。

➡ ②で時間経過が確度上昇とする中で、①のように「見通しに変化がないことで据え置き」するのは議論の余地がある。



## 1. 10月会合の概要 (2)総裁会見 ②発言のポイント[2]

### ▽ 政府との意思疎通、金融政策の独立性に関する発言

- ・「総裁就任以来、機会を捉えて総理と会い、金融経済情勢について意見交換をしている。また、毎回の金融政策決定会合では、政府から出席した方々から、経済物価情勢や金融政策運営に関する意見を聞いているし、日本銀行からも政府で開かれる各種の会合などに参加し、金融経済情勢等に関する所見を申し述べている。」
- ・「独立性の必要性については、一般論では、ある意味で金融政策も公共的な政策であるので、その他の政策と合体し、同時に色々調整をしながらやる方が効率的だという面はあるが、特に金融政策の場合は、政策のラグなどの問題のために非常に長期的な姿をきちんと考え予想して政策を実行していくことが必要である、そういう中で、選挙等で割と短期的な視野で決定が影響されがちになる他の政策と同時決定というのは必ずしも望ましい結果を生まないということから、金融政策、特に金融政策の手段、あるいは金利の調整ということについては中央銀行に自主性を与えるという知恵が出てきた。」

➡ 日本銀行側の発言として「独立性」の内容を「特に金融政策の手段、あるいは金利の調整」としたことは異例と思われ、先般の高市総裁・総理就任会見と平仄が合った表現となっている。今後、「手段」や「調整」に何が含まれるか、「意思疎通」や「整合性」が政権の了承・許可を意味するのかどうかといった点が議論になり得る。

### ▽ 関税政策の影響の確認に関する発言1

- ・「関税政策による収益下押し圧力が作用する下でも、企業の積極的な賃金設定行動が途切れることがないかどうか、もう少し確認したいと考えている。今後は15%の関税率を前提とした収益計画の下で、来年の春季労使交渉に向けた労使の対応方針が明らかになってくる。」
- ・「海外経済、特に米国経発あるいは世界の通商政策動向を巡る不確実性は、特に経済の影響という面での不確実性は、ややダウンサイドが少し限定されるということになりつつあると思うが、依然として継続している中で、当面注目しているのが、来年の春闘に向けての労使の交渉姿勢がどうなるかというところ。この辺り含めてもう少しデータを見たい。」
- ・「大事な焦点としては春闘の最初の動きを見たい、、、それが判断できそうになるタイミングまでに、例えばアメリカ発で、見ているよりも大きな負のニュースが出てくるかどうか」



# 1. 10月会合の概要 (2)総裁会見 ③発言のポイント[3]

## ▽ 関税政策の影響の確認に関する発言2

- ・「今後、関税の消費者への転嫁が進むにしても、転嫁が緩やかに進んでいくと見ているので、今後の米国経済の下方リスクは7月に見ていた頃と比べると、やや低下したとみている。それでも今朝方、FEDは雇用リスク、下方リスクに配慮して利下げを行った。政府閉鎖もあり、予想以上の負の影響が今後出てこないか」

➔ 米国経済のリスクを既に心配していない(このことは会見でのやり取りからも窺われる)。即ち、下記のように来年の春闘を下方リスクとして挙げなければ、10月の「緩和の調整」を見送る理由として弱いという形にもなっている。

## ▽ 春闘の初動のモメンタムに関する発言

- ・「春闘全体を見なくてはと考えているわけではなく、初動のモメンタムを確認したい。その手前として企業収益がどのような姿に、特に関税率が例えば自動車であれば25%超から15%程度に落ち着いたところで、25年度収益の予想はどうか、というようなところも大事な材料になってくる」
- ・「12月までに情報がどれくらい集まるかについては、本当に最終の春闘の妥結の賃金上昇率がどれくらいになるかということについて、きちんとした姿を知るまで待ちたいということではなく、とりあえず私が申し上げているのは、初動のモメンタムがどういう感じになるかということ、もう少し情報を集めたい」
- ・「今年の春闘の結果±α程度くらいと予想しているという程度」

➔ 展望レポート(基本的見解)に春闘の記述はない(賃金設定姿勢がリスクなのは恒常的)。直前に報道された経労委報告原案「賃上げの力強いモメンタム定着」に沿ったものであれば12月に確認し得る筋合い(cf.「もうワンノッチ」)だが、今後の情報にも注意が必要(なお「一番の情報源は支店長会議」は中央・地方格差に関する応答に止まる)。

## ▽ 下方リスクがなお大きいとしている理由についての発言

- ・「下方リスク、日本経済についてのリスクという意味で今重視しているのは、来年の春闘の初動の姿がどうなるかということと、食料品周りのインフレ率が見通し通り落ち着いてくるかどうか」

➔ 従来は自信を見せていた「春闘」を挙げるのは、食料インフレによる消費の弱さとの相対関係である可能性もあるか。



## 1. 10月会合の概要 (2)総裁会見 ④発言のポイント[4]

### ▽ 実質金利に関する発言

・「実質金利低下の経済への影響については、常に精査しているが、今後も改めて精査して、次の会合では適切な政策判断」

➡ 国債の中短期ゾーンの金利は上昇していることから、均衡イールドカーブとの対比で緩和度合いが実際に強まっているかについては、議論の余地は一応ある。また、短期の実質金利で政策金利から引かれる実際のCPIは上昇していないので、その点でも緩和度合いがどの程度強まっているかは議論があり得る。もっとも、ここでは一応実質金利が低下していることを前提とした応答に見える。いずれにせよ、あえて展望レポート回ではない「次の会合では」と触れたことは、やや注目される。

### ▽ ビハインドザカーブに関する発言

・「我が国の消費者物価は、これまでのところ食料品価格上昇の影響が減衰していく一方、基調的な物価上昇率が緩やかに上昇するという中心的な見通しに沿って推移しており、現状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。引き続き基調的な物価の動きに加え、食料品価格の上昇が長期化し、物価全般の上振れ下振れに繋がるリスクが顕現化することがないかといった点を点検していく。」

・「ビハインドザカーブに陥るリスクがあるということに近いことを言っていたのは反対した1人の委員で、これも主な意見で詳しく見て頂きたいが、その他に強くそういうことを主張する意見があったというわけではない。ただ、見通しの確度が上がってきている中で、もう少しデータ等の確認をした上で、どうなるかということは今後の判断」

➡ これまでの発信で、ビハインドザカーブのリスクとなりうるものとして、日本銀行では、賃金インフレ(中川委員)、食料品インフレ(植田総裁)を挙げていたが、引き続きそれらのリスクは低いとの説明。

### ▽ 2委員による利上げ提案とその広がりに関する発言

・「(他の委員は)緩和度合いの調整を行うまでに、もう少しデータ等の確認をしたい」

➡ 前回会合で、他の委員が「完全には同意しなかった」ところから、2委員側に少し近づいたという姿。

# 1. 10月会合の概要 (3)展望レポートでの委員見通し

- ・ 前回の見通しと比べると、成長率、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比ともに、概ね不変。
- ・ 26年度CPI(除生鮮・エネルギー)が0.1%P上方修正されたことで、2.0%を下回るCPIは26年度の除く生鮮のみとなった。
- ・ リスクバランスは26年度GDPで下方にわずかに大きい(2-4=-2)ほかは、概ねバランス(上下の差が1人以内)。
- ・ 但し、CPIは3年度を通して上振れが1人多くっており、実際はやや上振れリスクが大きい側にシフトしたとも見られる。

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

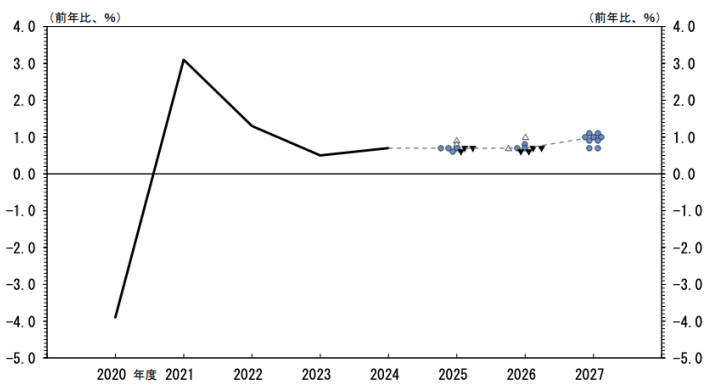
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025 年度	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+2.7 ~ +2.9 <+2.7>	+2.8 ~ +3.0 <+2.8>
7月時点の見通し	+0.5 ~ +0.7 <+0.6>	+2.7 ~ +2.8 <+2.7>	+2.8 ~ +3.0 <+2.8>
2026 年度	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+1.6 ~ +2.0 <+1.8>	+1.8 ~ +2.2 <+2.0>
7月時点の見通し	+0.7 ~ +0.9 <+0.7>	+1.6 ~ +2.0 <+1.8>	+1.7 ~ +2.1 <+1.9>
2027 年度	+0.7 ~ +1.1 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.0 ~ +2.2 <+2.0>
7月時点の見通し	+0.9 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.0 ~ +2.1 <+2.0>

(注1)「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

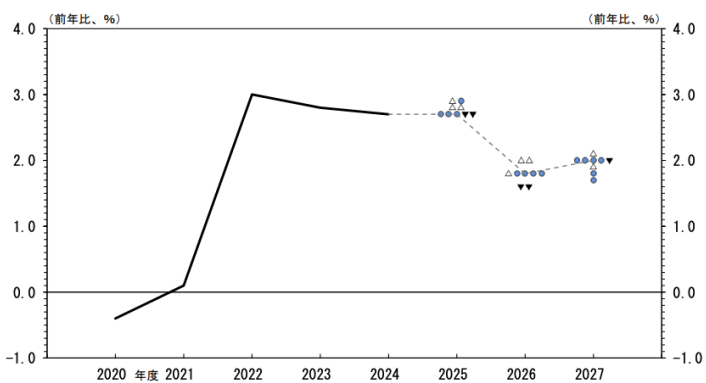
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注3) 現在、検討されているガソリン税の「旧暫定税率」の廃止については、今回の物価見通しには織り込んでいない。同税率が廃止された場合の影響を試算すると、1年間、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を-0.2%ポイント程度押し下げるとみられる。なお、年度ごとの影響は、同税率廃止のタイミングによって変わりうる。

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数(除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

委員のリスクバランス変化(7月→10月)

GDP	25年度 7→10月	26年度 7→10月	27年度 7→10月
上振れ	2→2	1→2	0→0
バランス	3→4	5→3	8→9
下振れ	4→3	3→4	1→0

CPI	25年度 7→10月	26年度 7→10月	27年度 7→10月
上振れ	3→3	3→3	2→2
バランス	3→4	3→4	6→6
下振れ	3→2	3→2	1→1

1. 10月会合の概要

**2. 10月会合に至る発信の推移**

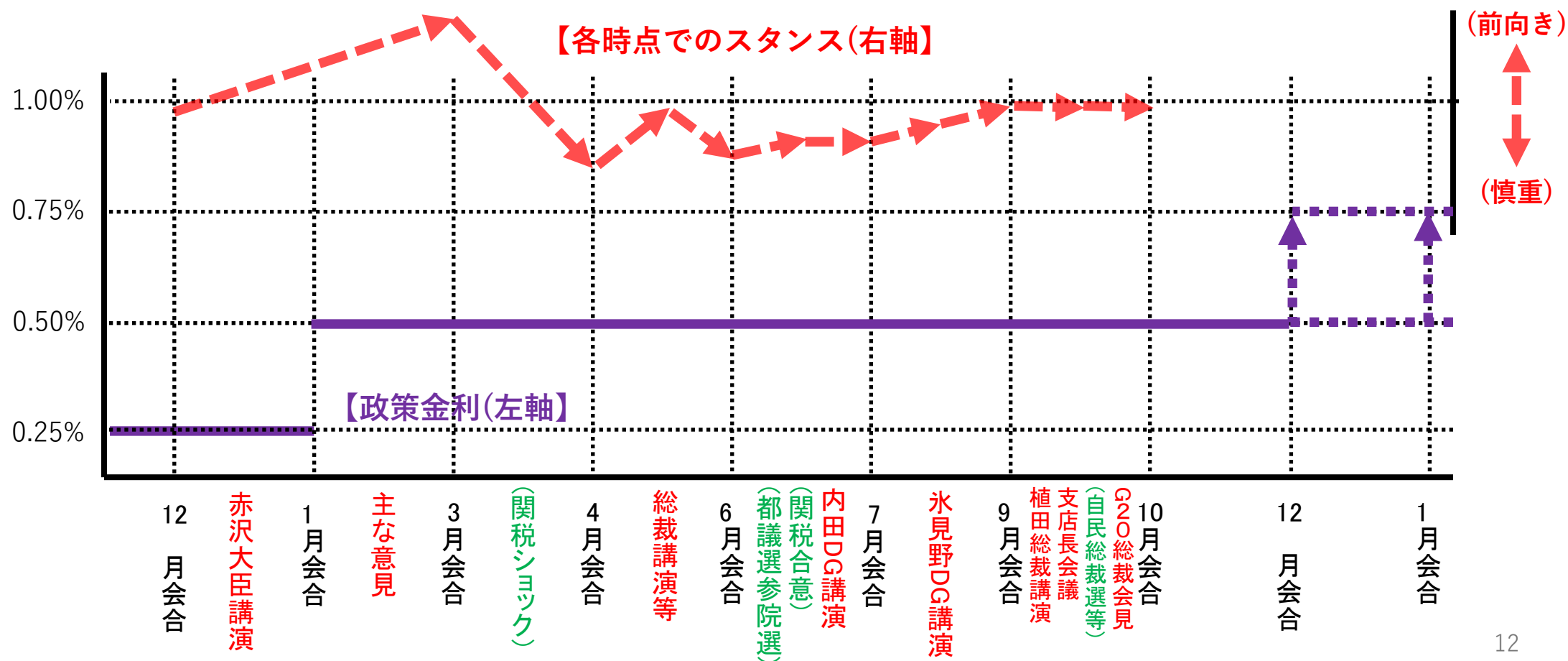
3. 最近の論点

4. 今後の展望

(付) 10月会合に至る発信の推移(詳細)

## 2. 10月会合に至る発信の推移 (1)年初以降の流れ

- ・ 最近では、9月会合まで早期の利上げに少しずつ前向きな方向での発信がみられており、これを受けて市場での10月利上げに向けた織り込みも進んでいたが、10月以降は、そうした上向きの動きが一段落しており、市場の織り込みの急低下に歯止めをかける姿勢も窺われなかった。



## 2. 10月会合に至る発信の推移 (2)9月会合からの流れ

- ・ 9月会合以降の日本銀行の発信を見ると、審議委員が、軒並み早期の利上げを主張ないし示唆する方向で発信することが続いた。これに対して、総裁(=執行部)は、9月会合までは、秋を含む利上げが可能な発信を続けていた中で、10月以降は、不確実性の継続を指摘する発信が続き、10月会合では、米国経済に代わり(と共に)春闘の初動のモメンタムを指摘した。

9/19	9月会合 ～2委員利上げ提案、 ETF等処分決定	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 7月展望レポートでの経済について下振れリスクの方が大きいとの判断に変化はあるかとの問いに、7月から不変という言明を避け、「下振れリスクがそこそこある、、、」とした。</li> <li>・ 7月会見で触れた「ハードデータ」という表現を避け、「データやヒアリング情報」を見るところのほか、その例として「船便の荷動き」などを挙げた。</li> <li>・ 米国の影響が「大したことがなく済む可能性」に触れ始めた。</li> </ul>
9/29	野口委員	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 物価のノルム転換により上方リスクが増し、政策金利調整の必要性が高まっている、とした。</li> </ul>
9/30	主な意見	(↑)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 経済情勢についてやや積極、物価と金融政策運営について軒並み積極、という姿。</li> </ul>
10/3	総裁大阪	→	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 関税や米国経済の影響について依然として不確実性が大きく、現時点で情報が不足している、とした。</li> <li>・ 見極めについて、ヒアリング情報を含めた総合判断とし、11月以降の情報を挙げることは避けた。</li> <li>・ ビハインドザカーブの内容を食料インフレの影響と再定義した上で、そのリスクは高くないとした。</li> </ul>
10/6	支店長会議	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 賃金・価格設定が強いほか、輸出生産・設備投資も堅調な一方、個人消費の陰りを指摘した。</li> <li>・ 支店長会議のトーンも明るかった模様であるが、その後、それを強調する発信は目立たなかった。</li> </ul>
10/16	田村委員	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 短観・支店長会議、食料品価格の上昇から物価の上振れリスクを指摘し、立ち位置調整が必要とした。</li> </ul>
10/16	総裁G20後	→	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 10月会合前の最終発信として、関税の影響の遅れを下方リスクとして織り込まざるを得ない、とした。</li> </ul>
10/20	高田委員	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国経済の腰折れは理論上もデータからもないとし、国内でも物価目標が概ね達成されたとした。</li> </ul>
10/30	10月会合	→ (↓)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 7月の見通しに変化はないとしつつ、米国経済のリスク後退と時間の経過で確度は高まっているとした。</li> <li>・ 改めて(新たに)来年の春闘について「初動のモメンタム」を確認したいとした。</li> </ul>



1. 10月会合の概要
  2. 10月会合に至る発信の推移
  - 3. 最近の論点**
  4. 今後の展望
- (付) 10月会合に至る発信の推移(詳細)

### 3. 最近の論点 (1)米国の経済物価に関するFRB(及びIMF)の見方

- 9月FOMC(注)では、見通しを(適切な金融政策の下で)慎重ながらも上方修正。即ちドット中央値が示す利下げにより来年以降の経済物価が支えられるとの見方。また、10月FOMC後の会見でもPowell議長は、雇用が弱い一方で「(ボードメンバーの多くが)経済活動の強まりや今年来年の経済成長の上方修正を見込んでいる」とした。
- IMF(注)も、7→10月に(4月→7月に続いて)上方修正。

Economic projections of Federal Reserve Board  
(2025年9月FOMC)

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.1	2.6	2.1	2.0	
June projection	3.1	2.4	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0

<参考>IMF World Economic Outlook  
(実質GDP、2025年10月/7月公表)

	(前年比%)	2024年	2025年	2026年
世界	10月	3.3	3.2	3.1
	7月	3.3	3.0	3.1
先進国	10月	1.8	1.6	1.6
	7月	1.8	1.5	1.6
米国	10月	2.8	2.0	2.1
	7月	2.8	1.9	2.0
ユーロ圏	10月	0.9	1.2	1.1
	7月	0.9	1.0	1.2
日本	10月	0.1	1.1	0.6
	7月	0.2	0.7	0.5
中国	10月	5.0	4.8	4.2
	7月	5.0	4.8	4.2

(注) IMFについては、展望レポートで世界経済に関してIMFの見通しを提示。FRBについては、昨年9月大阪の総裁会見で「(当時の米国経済の先行きについて)特にFRBの関係者のコメントも出てくるので、それをみながら考えていきたい」としている。

3. 最近の論点 (2)関税が国内経済・物価の先行きに与える影響(展望レポートBOX4)

- ・ 想定された波及経路では現時点では大きなマイナスはないが、今後、主要財で下押し要因が存在。
- ・ 下記「先行きの展望」が実際に実現するかについては、当然ながら不確実性があり現在の動きが継続する可能性もある。

前回までの展望レポートでの波及経路	現在の状況
①関税コスト負担の直接効果	・ 自動車は日本企業が関税を負担している一方、他の品目は米国内が負担している。
②世界の貿易活動の縮小を通じた間接効果	・ 世界貿易量は、半導体関税の駆け込みと堅調なAI関連需要から高水準を維持している。
③不確実性の高まり	・ 米中や半導体で不確実性が残るが、他地域対比で不利でない決着が一定の安心感となった。

↓ 駆け込み反動減、世界経済減速での下押し ↓

主要な輸出財	現在の状況	先行きの展望 (通常は、所謂「お祈り」として改善が見込まれる)
自動車関連	・ 予想を上回る販売で高めの水準を維持。E V等補助金の終了前の駆け込み需要があるほか、関税引上げ分の緩慢な価格転嫁で駆け込み需要の反動減が本格化していない。他国も輸出価格引下げで関税の転嫁を抑制し、需要を下支え。	・ 関税コストの転嫁がゆっくりと進む中で、前倒し需要の反動も含めて最終需要への下押し圧力が進み、輸出は伸び悩む可能性が高い。
情報関連	・ 世界半導体出荷は、AI関連需要に支えられて増加傾向。中期的なPC等買替サイクルに加え、長期的なAI関連需要の増加で、ITサイクルが拡張局面。 ・ 我が国はPC・スマホ関連や車載向けが中心で、AI関連を取り込めておらず、増加がGPU・データセンター向けの多い台湾・韓国対比で限定的。	・ AI関連の恩恵を一部で受けるが、PC等の買替需要が一巡すると、いったん下押し圧力がかかる可能性がある。
資本財	・ 中国向け半導体製造装置の需要一巡から持ち直しが一服。通商政策を巡る不確実性が残る下で、世界的に設備投資の先送りが一部で顕在し機械受注の外需も増加から横ばい圏内に転じている。	・ 我が国の資本財輸出も、減速していく可能性が高い。

## (ご参考)展望レポートにおけるその他のBOX

### 【BOX2】設備投資の件調さの背景：設備投資は下方修正されるが、建設投資、無形固定資産投資に下支えされる

- ・企業の設備投資は積極的なスタンスが維持されているが、今後は、①製造業を中心とした相応の減益計画、②通商政策を巡ってなお残る不確実性などを勘案すると、年度後半にかけて下方修正される可能性がある。もっとも、①非製造業を中心とした建設投資では、建て替えサイクルとそれによる受注残の積み上がりから堅調さを維持するとみられるほか、②収益変動に左右されにくい無形資産投資（研究開発投資やソフトウェア投資）の高まりもあって、先行きの設備投資は一定程度下支えされるとみられる。

### 【BOX3】食料品価格の上昇と個人消費への影響：食料品価格は今後低下するが、長引いて消費を下押しする恐れもある

- ・輸入食料品価格は、多くの品目が同時に上昇するのではなく、国際商品市況を反映して入れ代わり立ち代わり上昇してCPIを押し上げている。これは、①グローバルな人口・食料需要の増大という構造要因から上昇トレンドが強まってきている中で、②ここ数年は世界的に異常気象などによる供給ショックが断続的に発生してきたことも影響している。これによって価格弾力性の低い生活必需品である食料品中心の物価上昇し、家計が節約志向を強めても名目支出額の抑制が難しくなっている可能性がある。また、消費の抑制は高齢者層で特に強く出ている。先行きについては、食料品価格の上昇率が低下していくことで個人消費は再び緩やかな増加基調に復していくとみられるが、食料価格は、天候要因や国際商品市況、為替相場の動向次第で大きく変動し得るため、個人消費の今後の展開を注意深くみていく必要がある。

### 【BOX4】賃金上昇が物価に及ぼす影響：人手不足が賃金全体の上昇に繋がって販売価格に転嫁されやすい状況にある

- ・近年、①転職市場の活性化、②働き方改革による労働時間減少により、労働需給の逼迫が時間当たり給与の上昇と雇用者数の需要増加(失業率低下)に繋がりがやすくなっている。また、労働需給の引き締まりと最低賃金の上昇により、パート時給が高い伸びとなっているほか、相対的に低い層の一般労働者の賃金も上昇している。これらの販売価格への転嫁も進んでおり、賃金上昇が販売価格に転嫁されやすくなっている。但し、非製造業では、人手不足が深刻であることで、活発な省力化投資や労働生産性の向上を経て、価格転嫁がある程度減殺されている可能性もある。

### 3. 最近の論点 (3)食料インフレ(の減衰)と個人消費

- ・ 個人消費については、これまで一貫して、さほど強くない中でも先行きについて楽観的な認識を発信してきており、このことが昨年の7月なども含めて、市場との認識ギャップに繋がることがあった。
- ・ これに対し、特に9月以降は、個人消費に弱さがみられる点を素直に発信することが目立ってきている。背景として、①利上げを見送る姿勢を強めたことのほかに、②食料品価格の上昇を受けて消費が実際に弱いことが懸念されている可能性もある。このことが、今後の注目点や下方リスクとして、食料インフレと春闘が挙げられている理由でもあると思われる(但し、食料インフレ高止まりの影響は、利上げ見送り方向とは限らない点についても注意が必要)。
- ・ これらに関する日本銀行の認識は、10月展望レポートのBOX 3 や9月総裁会見(下記)からも窺われる。

#### 9月会合後会見での総裁の発言

- ・ 食料品関係のインフレ率が低下していった場合の基調物価への影響については) 基本的には一時的なインフレ率の食品の部分の上昇で、今後はそれが収まっていくということなので、基調には大きな影響はない。
- ・ 食料品インフレが長引いた場合に、例えば期待インフレ率に影響を与えて、それが基調物価を引き上げる方向の影響するリスクもあり得るし、他方で食料インフレが消費者マインドを委縮させ、食料は必需品の部分のかなりあるので、その他の財に対する消費が減少し、それが消費全体にブレーキをかけたり、経済や基調物価にも少しマイナスの影響を及ぼしていくというリスクもゼロではない。どちらもメインシナリオではないが、それぞれについて注意しながら見ていく。

#### 上記発言の構造

- ・ **供給インフレの減衰**は、もともと供給インフレが一時的なものと認識されているため、それが落ち着くことで予想インフレ率がより低下することはない、その点で利上げにマイナスにはならない。一方、実質所得や消費者マインドの面では、それらが改善するので、利上げ環境が進むことになる。
- ・ **供給インフレの長期化や上振れ**は、経済主体の中長期的な予想インフレ率を押し上げる場合には、基調物価の上昇として利上げが必要となる可能性がある。一方、実質所得や消費者マインドの面では、それらが悪化するので、経済物価に悪影響をもたらす形で利上げ環境としては悪化になる。この両者の大小については、実際に確認する必要がある。



### 3. 最近の論点 (4)日本銀行上の論点：片山財務相会見(10月31日)

- ・ 下記の会見では、ベッセント長官が10月会合での利上げがないことを事前に想定していたであろうこと、それを財務相も承知をしていたこと、が示されている。
- ・ 上記も含めて、金融政策運営について高市政権と日本銀行の間でのコミュニケーションが相応に進展していることが窺われる。

#### Q：日本銀行の決定と円安進行。介入の可能性。

A：日銀の決定については、現在の諸般の状況を鑑みれば、極めてリーズナブルな決定ではないか。たまたまFOMCの方と相前後したし、あちらはあちらでいろいろ事情があつてのことだろうから、両方その後いろいろな発言があつて、その受け止めによって動いた部分があると思う。本来為替市場の具体的な動向についてコメントはあまりしていないが、足元でかなり一方的な急激な動きが見られている。ファンダメンタルズを反映して安定的に推移することが重要なので、政府としては、投機的な動向も含めて為替市場における過度な変動や無秩序な動きについて高い緊張感を持って見極めている。

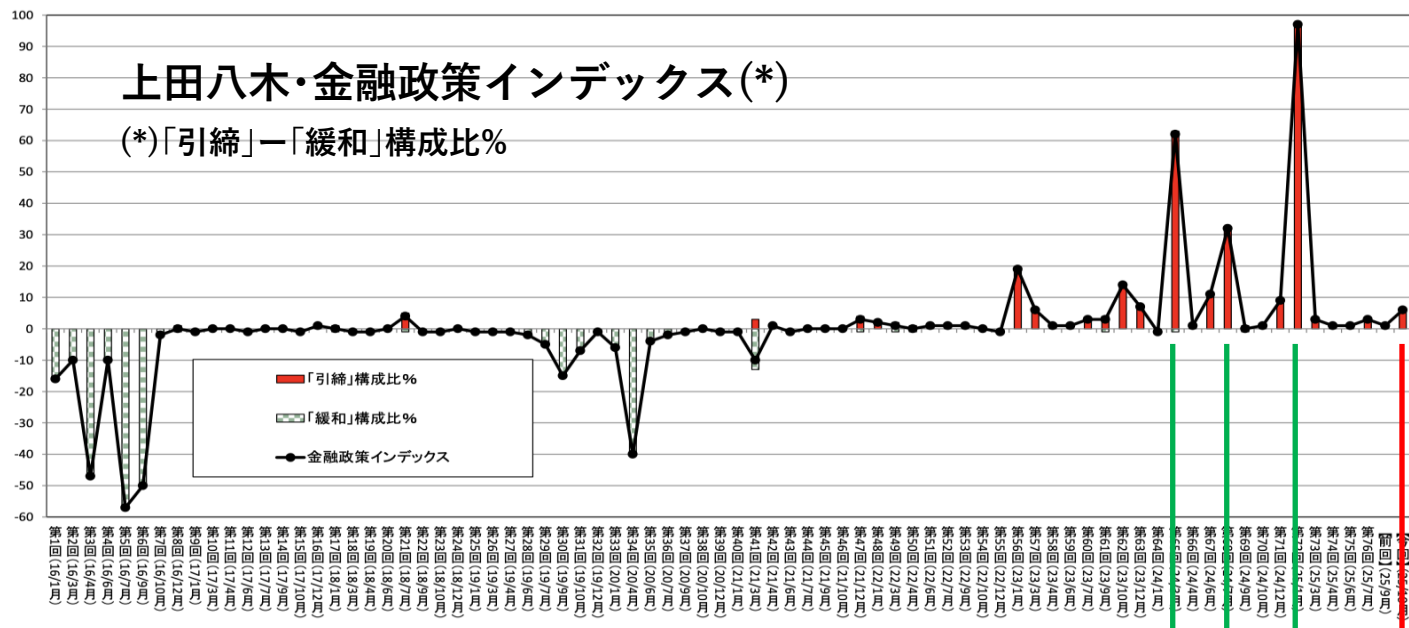
#### Q：ベッセント長官による「過度な為替変動を避けるためにも政府は日銀に対し金融政策の裁量を認めるべき」とのX投稿。

A：1時間対面で話をしたのは私自身であるから、言い方などは私自身が承知しており、日本の制度を熟知した方なので、我々ができないようなことを言われることは全然なかった。日本銀行は独立しているので、調節手段は日銀に一義的に任されている。そういった意味で、もともとその世界のプロフェッショナル中のプロフェッショナルな方なので、そういう感想や考えを持っていて、その2週間ぐらい前には植田総裁とも意見交換しているから、植田総裁のスタンスも分かっていただろうし、今回多分動かないだろうということも分かっていたと私は想像している。そういう感想を持っているということとはちゃんと承知しているし、我々もツイッターを見ているし、私もベッセントさんとの会見のツイッターを英語にして流しているので、そういうことかなと思っている。

### 3. 最近の論点 (5)政策金利等の先行きに関する市場予想<上田八木・金融政策サーベイ> ①

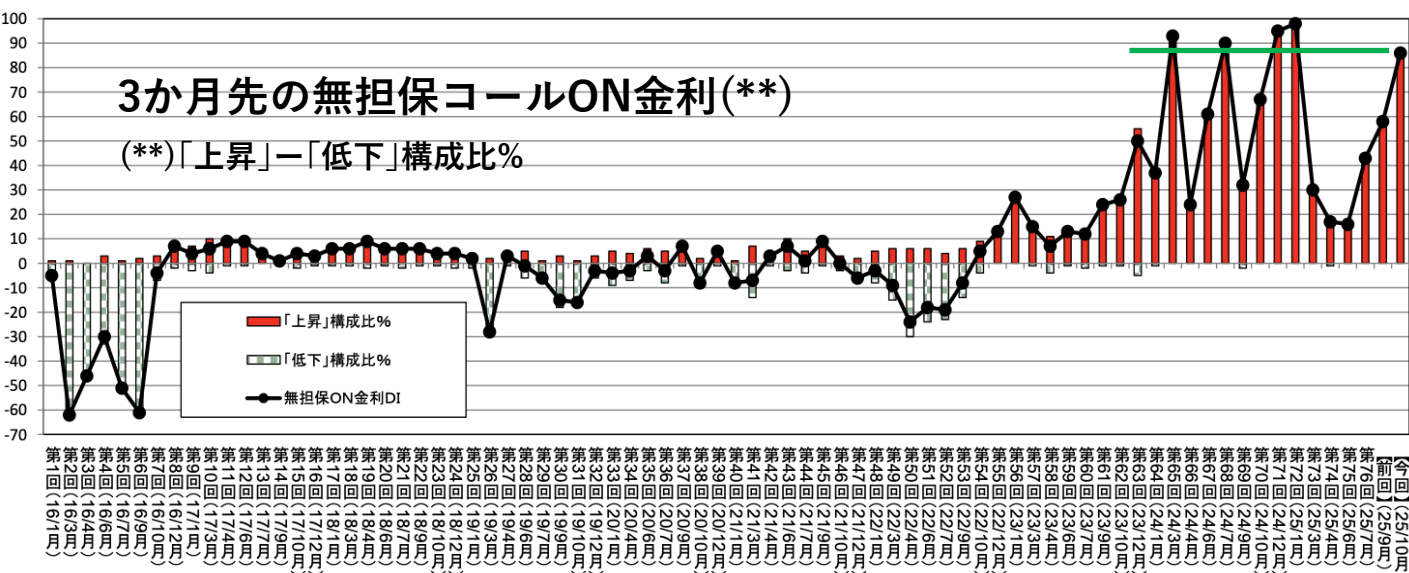
#### 上田八木・金融政策インデックス(\*)

(\*)「引締」ー「緩和」構成比%



#### 3か月先の無担保コールON金利(\*\*)

(\*\*)「上昇」ー「低下」構成比%



- ・かねてよりお客様にご協力頂いている上田八木金融政策サーベイで7月会合予想及びTONAの3か月後予想を見ると、  
 ～全回答者(141先)の94%が今回のMPMでの政策変更なしを予想。引締めを予想する先は全体の6%(前回比+5%)、緩和を予想する先はなし。  
 ～3か月先の無担保コールON金利予想は、「上昇」の見方が前回調査時の58%から大幅に増加し、全体の86%を占めた。一方、現状対比「不変」の見方は減少(42%→14%)。

今回の特徴として、①10月利上げ予想が幾分かあったこと、②直後の10月会合での利上げが想定されていない中であって、3か月後(注)のコールO/N金利上昇を見込む先が更に増加したこと、がある。

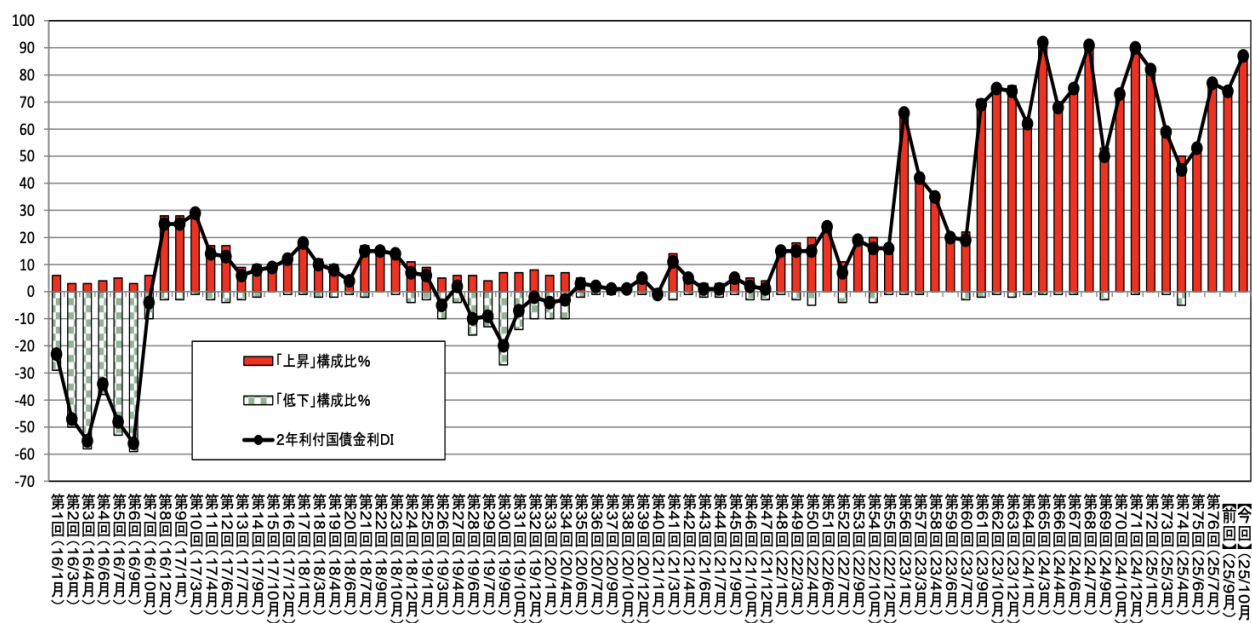
～直後の会合で利上げが想定される場合は3か月後のコールO/N金利も当然上昇が見込まれるとのご回答になるが、今回はそれが無い中で12月+1月での利上げを見込むとのご回答が86%。この水準は、利上げ直前の調査での高い予想と比べてもどう水準にある。

(注)今回の場合は次回12月会合が含まれるほか、1月会合についても含まれるため、それまでを入れたご回答が中心であったと思われる。

### 3. 最近の論点 (5)市場予想<上田八木・金融政策サーベイ>②

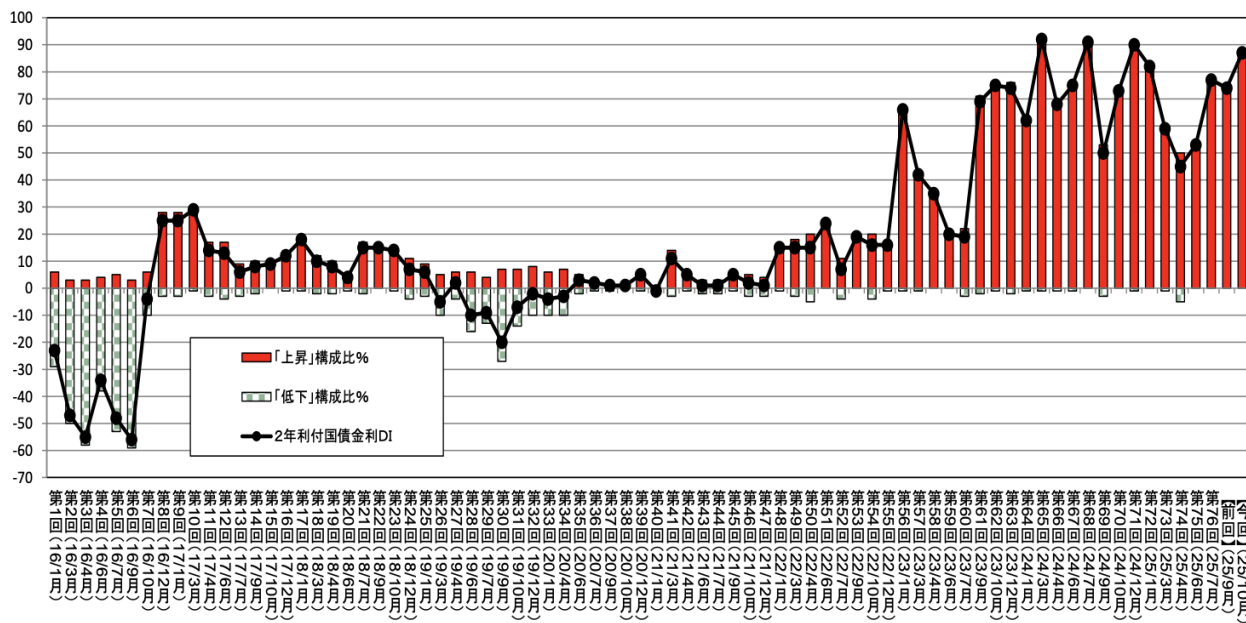
- ・ 3か月先の国債金利予想では、2年・10年ともに「上昇」の見方が強まり、全体の8割超まで増加(2年債74%→87%、10年債76%→88%)。一方、現状対比「不変」を想定する先は減少(2年債26%→13%、10年債23%→12%)した。「低下」を想定する先は2年・10年ともにいなかった。
- ・ 国債金利についても、コールO/N金利同様、過去の利上げ直前回とほぼどう水準の上昇予想となっている。

3か月先の「2年利付国債金利」(\*\*\*)



(\*\*\*)「上昇」－「低下」構成比%

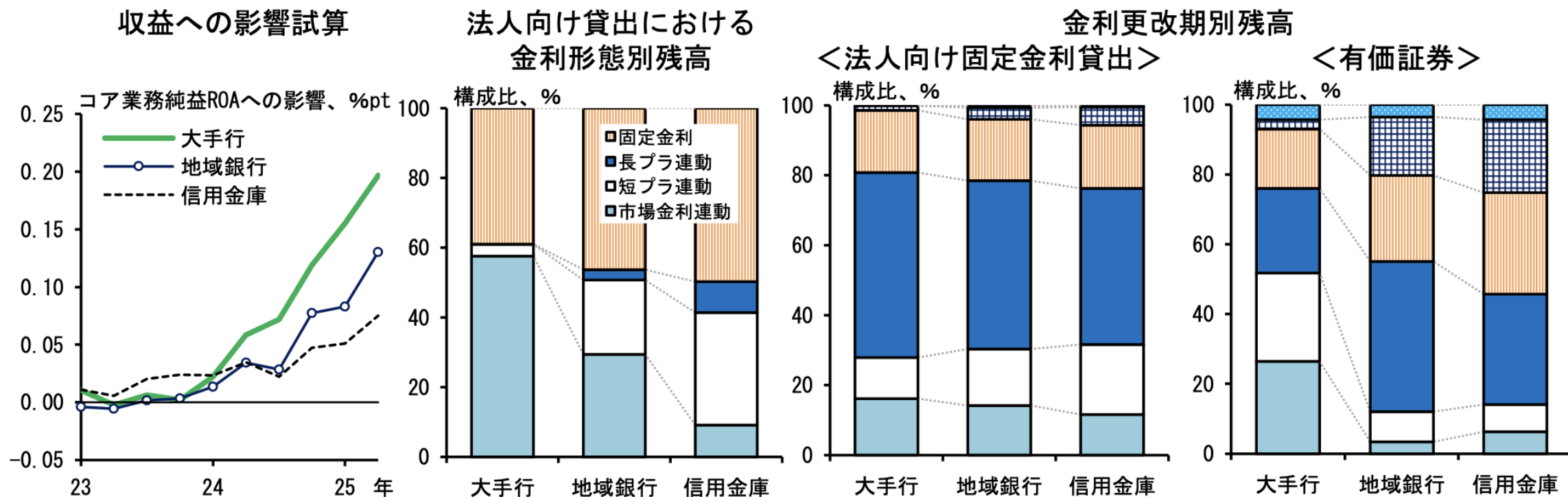
3か月先の「10年利付国債金利」(\*\*\*\*)



(\*\*\*\*)「上昇」－「低下」構成比%

### 3. 最近の論点 (6)金融システムの状況<金融システムレポート(2025年10月)>

- ・円金利上昇が金融機関の収益に与える影響を見ると、保有資産(貸出・有価証券)の金利更改が進むにつれて利鞘が改善していることで収益に寄与している姿。
- ・また、このほかに同レポートでは、保有金利リスク量が低位にあるほか地域金融機関では減少していること、預金が法人では補助金減少や納税増で、個人では株式・投信等へのシフトでそれぞれ減少していること、などが示されている。また、企業では財務脆弱企業の減少、家計では住宅ローン返済で大きな問題が生じていないこと、なども示されている。



(注) 円貨金利資産・負債(商品別)の各四半期末の残高と利回りデータを用いて、2022/4Q以降の利回りの変化がコア業務純益ROAに与える影響を試算。図表VI-1-8参照。

(注) 図表Ⅲ-1-12参照。

■3か月以内 ■1年以内 ■5年以内 ■10年以内 ■20年以内 ■20年超

(注) 図表VI-1-8参照。



### 3. 最近の論点 (7)金融政策等に関する当面のイベントスケジュール

- ・当面の金融政策関連その他の主なイベントを見ると以下の通り。
- ・これらの発信には情報源としての軽重もある(**赤字**は特に重要、**紫字**は日本銀行の発信以外で重要)。

#### ▽当面の金融政策・政治関連の主なイベント

- ・11月4-6日 **臨時国会・代表質問**：金融政策関連での質疑の有無とその内容。
- ・11月5日 9月会合「議事要旨」：9月会合の議論の詳細だが、10月会合で上書きされている点に注意。
- ・11月7日～ **衆院予算委(見込み)**：政府(総理、財務相)、総裁等の答弁とその内容。
- ・11月10日 **10月会合「主な意見」**：今会合のトーンと12月会合以降への方向性。
- ・11月10日 中川委員講演・会見(岡山クラブ)：執行部の見方。
- ・11月17日 7-9月GDP(1次)：関税の影響など。但し日本銀行内では既に概ね想定済み。
- ・11月20日 小枝委員挨拶・会見(新潟金懇)：執行部の見方。
- ・11月27日 野口委員挨拶・会見(大分金懇)：同上、9月の同委員講演からの変化の有無。
- ・12月1日 総裁挨拶・会見(名古屋)：12月会合に向けた日本銀行の考え方。
- ・12月9-10日 **FOMC**：再度の利下げの有無が焦点。
- ・12月15日 **12月短観**：企業収益、設備投資、米国の影響、春闘への姿勢など。
- ・12月17日 臨時国会閉会
- ・**12月18-19日 金融政策決定会合**
- ・12月22-23日 G20サミット(南ア)
- ・12月末 26年度予算案閣議決定：利上げは予算案に一定の影響。但し、日本銀行は12月利上げの制約としては否定。

**正副総裁の発信**：11月～12月会合前に、上記のほか**総裁の主要紙インタビュー等**も想定される。

**春闘関係の各種報道**：今後、各労組・産別労組の要求提示が本格化。また、昨年は11月26日に政労使会議開催。

**企業決算**：10月下旬以降11月前半にかけて、3月決算企業の上期決算公表が継続。

**衆議院解散**：年明け後解散はH2年を除けば昭和30年代に遡るまでなく、12月解散は昭和41年の後はない。

なお、高市総理(11/2)は「経済対策を始め約束した政策を実行していくことがまず重要なので、今は解散について考えている暇はない」と、**経済対策に絡めて否定**。



### 3. 最近の論点 (8)準備預金(超過準備)の水準<10月29日FOMC後・Powell議長会見>

- FOMC後のPowell議長会見は、QT終了に際して、レポ及びFFで金利上昇圧力が始まったことが準備預金残高が「ample reserve」に達しつつある兆候とした。また、12月からB/S規模を維持しながら負債側で通貨などの増加見合いで準備預金の減少が生じる段階に入るとした。さらに、Agency債のT-billsへの入替えで資産側のMaturityを調整するとした。その上で最終的に、準備預金が銀行システムや経済の規模に応じて増加していく段階に至るとした。
  - こうした対応は、日本銀行での今後の国債買入れ減額方針でも参考にされると思われるが、我が国では資産側で民間金融機関の金利リスクテイク余力(及びその下での金利変動への対応)、負債側でノンバンクを念頭に置いた危機対応などもあって、圧縮がこの手前で止まる可能性もあると思われる。
  - Our long-stated plan has been to stop balance sheet runoff when reserves are **somewhat above the level** we judge consistent with **ample reserve conditions**. Signs have clearly emerged that we have reached that standard. In money markets, **repo rates have moved up relative to our administered rates**, and we have seen more notable pressures on selected dates along with **more use of our standing repo facility**. In addition, **the effective federal funds rate has begun to move up relative to the rate of interest on reserve balances**. These developments are what we expected to see as the size of our balance sheet declined and warrant today's decision to cease runoff.
  - In December, we will enter the next phase of our normalization plans by holding the size of our balance sheet steady for a time while **reserve balances continue to move gradually lower as other non-reserve liabilities such as currency keep growing**. We will continue to allow **agency securities to run off our balance sheet and will reinvest the proceeds from those securities in Treasury bills**, furthering progress toward a portfolio consisting primarily of Treasury securities. This reinvestment strategy will also help move the weighted average maturity of our portfolio closer to that of the outstanding stock of Treasury securities, thus furthering the normalization of the composition of our balance sheet.
  - „at a certain point, you'll want **reserves to start gradually growing to keep up with the size of the banking system and the size of the economy**. So we'll be adding reserves at a certain point, and that's the last point.
- (参考)「最後の防衛線 危機と日本銀行」(中曽宏):「金融政策正常化後の、、、バランスシート規模の均衡点は、FRBのように、、、短期金融市場の反応を見ながら手探りしていくしかないだろう。日銀の超過準備の縮小に短期金融市場の金利が反応し始めたら底が近いということかもしれない。」

1. 10月会合の概要
  2. 10月会合に至る発信の推移
  3. 最近の論点
  - 4. 今後の展望**
- (付) 10月会合に至る発信の推移(詳細)

## 4. 今後の展望 (1)総括、今後の展開①

- 以下の通り今後の展開は、[1]春闘の初動モメンタムと食料インフレの減衰、[2]政府との意思疎通、という2点の確認が必要となり、[1]が概ね問題なくクリアできれば[2]の問題となる(←[1]は結果的な説明の問題となる)。
- [2]は、①意思疎通機会の確保という形式・手続面はクリアされる一方、②政権の納得という実質・内容面については、新政権が運営に自信を深める中で、結果的に利上げペースが緩やかになる可能性もあるが、為替次第とも考えられる。
- 12月については、円安の進行ないし懸念の高まりがある中で、「立ち位置調整」との説明での利上げを目指すと思われるが、日本銀行が対政府で無理をしない姿勢である中で、今後の発信を注意していく必要がある。

▽ 以上の通り9月以降の日本銀行は、9月短観、支店長会議その他から足許の国内の経済物価が堅調に推移していることを確認し、米国経済についてもFRBやIMFの見方を踏まえると利上げを止めるハードルとして維持することが困難になってきていた中で、「来年の春闘の初動モメンタム」という新たな～同行の立場からは「残された」～ハードルを設定して10月の利上げを見送った形。同時に、その判断には政府との意思疎通が影響した可能性があることも窺われた。

▽ 9月ウェビナーでは、10月12月に利上げが出来る状況を維持しつつ、実際の利上げは、①9月短観、支店長会議等を見て、②前に進む場合は10月から前向きな発信が行われ、③民主的プロセスを経た段階で、④アクションがある、逆に見送りになる場合は「不確実性が大きい」という理由になる、としていた。これに照らすと、①はクリアしたものの、③がハードルとなって、②を立ち止まり、見送りの理由として春闘を挙げた、ということになる。

▽ こうした見方に立つと、今後は、一応(1)春闘の初動モメンタム (その目的である来年の春闘や賃金)、(2)政府との意思疎通、という2点がポイントとなるところ、それぞれの想定は以下の通り。

(1) **春闘の初動のモメンタム**は、10月末報道の経労委報告原案で、既に企業側から「賃上げの力強いモメンタム定着」、「近年はベアを実施する企業が大勢で、この基調は、2026年においても変わらない」、「賃金引き上げの力強いモメンタムの継続・定着における重要な柱」、「実質賃金の安定的なプラス化」など強めの意思・方針が示された模様。

日本銀行自身も、人手不足の構造変化や賃金物価の相互参照などの概念整理のほか、最低賃金の大幅引き上げ、企業収益の予想減益幅などデータ面からも自信を深めていると思われる。従ってこの論点は既にクリア可能と思われる。

一方、食料品インフレの消費への影響やそれと賃金との相対関係については、「リスクシナリオ」が残る。

## 4. 今後の展望 (2) 今後の展開②

(2) **政府との意思疎通**に関しては、既に触れた通り、

[1] 日本銀行法で求められる政府との連絡・意思疎通という 形式・手続面と、

[2] 政府の納得という 実質・内容面 (「政府の経済政策の基本方針と整合的」とされる部分)

の2つが論点となる。このうち[1]は、時間経過や政府の体制が固れば解決する問題であるが、[2]は要すれば、「利上げが政権に認められるか」という問題(もとより「認められないと出来ないか」には議論があり、状況にもよる)。

この点は、日本銀行の現体制がこれまで丁寧に対応しているほか、新政権が経済政策を重視してリーダーシップ発揮を目指し、総理就任直後から「意思疎通」について「相談して了承を求めよ」というニュアンスもある形で発信している。今後の政策運営を見る上で、[2]が重要なポイントとなると思われる。その場合、政権のスタンスとしては概ね以下の通りか。

\*「基本的には経済成長を重視する観点から、利上げには消極的というスタンスを基盤としつつ、

①円安進行(基本的には輸入物価の観点から160円あたりが目線か)

②日本銀行が利上げに説得的な説明(食料インフレの減衰ないし賃金参照との説明、ビハインドザカーブリスクなど)といったことがあれば利上げを容認(ないし利上げを期待)する」

▽ だとすると、今後の利上げは、上記[2]①が生じるか、(①の圧力が意識される中で)②の説明が納得を得るか、という形での利上げが想定される。②については上記のような明確な説明のほか、「リスクマネジメント上の中立的な立ち位置への調整」(引き締めではない)といった説明になり得ることは、これまでの発信から窺われる。

～ もっとも、①の場合は、金融政策と為替の関係について、これまで「(期待物価上昇率に影響しない限り)為替に配慮しない」という基本方針から実質的により離脱していく方向となる。

～ さらに、今後の日本銀行が、政権の経済成長重視型経済政策(所謂「高圧経済」政策)に自発的に歩調を合わせていく可能性(②を弱める可能性)も窺われる。この場合、政治と為替の両面で金融政策の独立性について議論が生じ得る。

▽ 次回12月は、円安進行ないしその懸念の中で、「リスクマネジメント上の立ち位置調整」としての利上げを目指すことがメインシナリオと思われる。一方、日本銀行が対政府で無理をしない(政権の納得感、予算案や政権運営への影響など)可能性があるほか、食料インフレの高止まりから消費を支えるというカウンターシナリオもあるため、その点を意識して今後の発信に注意する必要がある。



## (ご参考) リスク・マネジメント・アプローチに基づく立ち位置の調整

### ▽リスク・マネジメント・アプローチに関する発信

- ・日本銀行は従来から「リスク・マネジメント・アプローチ」を採用していると説明。即ち、利上げが遅れた場合のリスクと、早まった場合のリスクを以下の通り比較し、リスクの少ない政策を選択しているとしていた。
  - (遅)「利上げが遅れて、制御が難しいインフレに陥る(ビハインドザカーブ)リスク」= 小さい(orない)。
  - (早)「利上げを早まり、脱却まであと一歩でだったデフレに戻るリスク」= 取り返しがつかないほど大きい。
- 即ち、(遅れるリスク) <<< (早まるリスク) という姿が想定されていた。

### ▽リスク・バランスの変化

- ・これに対して、最近はこのリスクバランスに、以下のような変化が生じている可能性が相応にある。
  - (遅) = ↑供給ショック長期化や人手不足等の構造変化等の中で(賃金)インフレのリスクが以前より大きいほか、物価高を放置することへの批判も高まっている。
  - (早) = ↓物価がプラスに転じて10年、2%を上回って3年以上が経過し、デフレに戻るリスクが縮小している。物価高を経験し、再度物価が低下しても取り返しがつかなくなるリスクは減少している。
- 即ち、(遅) < (早) or (遅) = (早) or (遅) > (早) といった変化につながる可能性がある。

### ▽立ち位置の調整に関する最近の発信。

- ・一方、日本銀行は最近になって下記の姿勢を連続して提示しており、上記を仮定した場合には、利上げ方向への立ち位置調整が意識されることになる。
- ①内田副総裁7月金懇挨拶：『先行きには常に不確実性があるので、、上振れ・下振れ双方向のリスクに対して最も中立的な立ち位置に調整していく必要がある、、「リスク・マネージメント・アプローチ」と呼ばれているが、不確実性が極めて大きい現在、、こうしたオーソドックスで、頑健な政策運営、、』
- ②氷見野副総裁9月金懇挨拶：『上方向のリスクと下方向のリスクのバランスを評価して、メイン・シナリオから離れた時にもあまり困ったことにならないよう、適時適切に対応』



## (ご参考)歴代政策委員

新日銀法施行以降の歴代政策委員の流れをみると、法施行当初は各界から順当な人事が続いたが、2008年前後の所謂ねじれ国会の中で、総裁及び審議委員の空席が相次ぐ大きな混乱が見られた。

第2次安倍政権が誕生した2012年12月以降は、日銀出身副総裁と企業出身審議委員を除いて全員、所謂リフレ派とされる人物が任命されている。

しかしながら、2020年9月の安倍政権交代後は、菅政権下での1名以外、リフレ派からの任命はなくなっている。

並行して、行内では、2016年1月のマイナス金利の導入前後から、量的質的金融緩和(QQE)による物価目標の達成が実現しない中で、総裁及び日本銀行のスタンスが「量から金利」へと回帰する流れでリフレからの距離を取り始めた。

さらに、2022年7月の安倍元首相逝去前後からは、在任中のリフレ派審議委員のリフレ色も急速に後退することとなったほか、現総裁が任命され、伝統的金融政策への回帰が鮮明となった。

こうした結果、現在は、総裁の下で執行部の考え方に近い均質な委員構成となっている。

		総裁	副総裁	副総裁	審議委員	審議委員	審議委員	審議委員	審議委員	審議委員
1998年	4月	速水優	山口泰	藤原作弥	後藤康夫	植田和男	篠塚英子	武富将	三木利夫	中原伸之
1999年	12月				田谷禎三					
2000年	4月					植田和男				
2001年	4月						須田美矢子			
	6月							中原真		
2002年	4月								福岡年勝	春英彦
2003年	3月	福井俊彦	武藤敏郎	岩田一政						
2004年	12月				水野温氏					
2005年	4月					西村清彦				
2006年	6月						須田美矢子	野田忠男		
2007年	4月								亀崎英敏	中村清次
2008年	3月	空席	白川方明	西村清彦		空席				
	4月	白川方明	空席							
	10月		山口廣秀							
2009年	12月				空席					
2010年	3月				宮尾龍蔵					
	7月					森本宜久				
2011年	4月						白井さゆり			
	6月							石田浩三		
2012年	4月								空席	空席
	7月								佐藤健裕	木内登英
2013年	3月	黒田東彦	中曾宏	岩田規久男						
2015年	3月				原田泰					
	7月					布野幸利				
2016年	4月						桜井真			
	6月							政井貴子		
2017年	7月								片岡剛士	鈴木人司
2018年	3月	黒田東彦	雨宮正佳	若田部昌澄						
2020年	3月				安達誠司					
	7月					中村豊明				
2021年	4月						野口旭			
	6月							中川順子		
2022年	7月								高田創	田村直樹
2023年	3月		内田真一	氷見野良三						
	4月	植田和男								
2025年	3月				小枝淳子					
	6月					増一行				

リフレ派  
 リフレ派として任命されたが、実際は判然とせず。

赤字は学識経験者  
 紫字は企業出身  
 青字は金融機関出身

## 4. 今後の展望 (3)利上げペースと長短金利

▽ 仮に、政府との意思疎通等を背景に、利上げが大きく後ずれする可能性が考えられるとすると、その場合の影響として、以下の可能性がある。

- ・ **短期金利**は、円安・物価上昇方向に向かう政策が維持されることになるため、予想物価上昇率の上昇、実際のCPIヘッドラインの高止まり、賃金上昇などを通じて、予想物価上昇率・基調物価上昇率を押し上げる可能性がある。これは名目の中立金利が上振れすることを意味するほか、その時点で物価上昇を抑える(引き締める)必要が生じることも考えられる。このため、政策金利は現在考えられている中立金利の水準(1.0%～1.5%)よりも高くなる可能性が理念的にはある。
- ・ **長期金利**も、日本銀行が基本的な考え方として採用している「(純粋)期待仮説」(注)の下では、以下の動きが進むことが考えられる。また、こうした動きは短期金利に先立って生じる可能性もある。

### ① 将来の短期金利

～ 上記の通り、将来の短期金利が上振れて推移する可能性が意識される。

### ② タームプレミアム

～ 政治的混乱はタームプレミアムの上振れ要因であるほか、それが利上げに影響することは金融政策への信認の低下やインフレリスクの高まり(但し、インフレの上振れ自体は短期金利成分の上昇に吸収される)としてやはり上振れ要因となる。また、同時に生じる財政拡張の可能性も同様に上振れ要因となる。

(注) (純粋)期待仮説：**金利の期間構造**に関して、長期金利が①将来の短期金利の推移予想の平均(割引現在価値ベース)と②タームプレミアム(金利<価格>変動、流動性など各種リスクの対価)で構成されるとする考え方。

▽ 上記を踏まえると、短期金利を長く低位に据え置くことは、短期金利の低位推移予想から長期金利の安定に繋がるよりも、短期金利の上昇期待や中長期期金利の上昇方向に寄与する可能性もある(但し、超長期金利については、既に大幅に上昇している中で、むしろ一段落する可能性もあるか)。いずれにせよ、これらは、①イールドカーブ全体の引き締め作用、②金融システム(金融機関財務)への影響、の両面で日本銀行がどう認識するか、という注意にも繋がる。

▽ 一方、為替の影響を受けた政権の意向などを受けて利上げが早まるといった場合には、上記とは逆方向の動きも考えられることになる。

## 4. 今後の展望 (4)物価目標が「実現」した際の中立金利「近辺」について

- ・物価目標＝基調的物価上昇率が2%が「実現(＝物価目標と整合的な水準)」した際、政策金利は中立金利「近辺」にあるとするのが日本銀行の発信。その際の政策金利の水準については、「実現」や「近辺」の解釈により、幅を持った議論があり得る。
- ・これまでの日本銀行の発信からは②③④-2あたりが穏当な対応と思われるが、さらに、新政権の経済政策の下で、これら緩和側の対応が馴染む方向にも進んでいるともみられ、その場合は⑤のリスクをどう考えるかも関心事項となり得る。

- ① 政策金利が中立金利(ここでは日本銀行の推計範囲の下半分を想定)になり、需給ギャップをニュートラルにする結果として、経済成長率が潜在成長率近辺に低下して推移するケース。
- ② 政策金利が中立金利に達して経済成長率が減速することが経済主体から許容されない結果として、その手前で利上げが収束し、2%を上回る物価が許容されるケース。
- ③ 政策金利が中立金利に近づくにつれて、それまで上昇してきた基調的物価が2%に「アンカーされる」ことが生じない結果として、中立金利に達しない段階で利上げが収束し、緩和の継続によって物価が2%近辺を推移するケース。
- ④ 内外成長率格差で為替の減価が継続して物価に継続的な上昇圧力がかかることや人手不足などの構造変化などによって予想物価上層率が上振れし、名目ベースである中立金利が想定よりも高くなるケース。
  - ④-1：物価2%に維持するため政策金利が高くなるケース
  - ④-2：物価2%超を許容して政策金利が緩和的に維持されるケース。
- ⑤ インフレが亢進し、引き締めが必要になるケース。

各ケースのイメージ

	政策金利	CPI＝基調物価	GDP
①	1.0～1.5%	2.0%程度	0.5%程度
②	0.75～1.25%	2.5～3.0%程度	1.0%程度
③	0.75～1.25%	2.0%程度	1.0%程度
④-1	2.0～2.5%	2.0%程度	0.5%程度
④-2	1.25～1.75%	2.5～3.0%程度	1.0%程度
⑤	3.0%～	3.0%～	?

(注) 上記は日本銀行の発信や推計値などに基づいて幅を持たせたイメージである点に注意。

長期金利については、上記の短期金利が将来恒常化した状態にタームプレミアム(TP)が乗る形。仮に②③や④-2に現在程度のTPないしTP+ $\alpha$ が乗ると、差し当たり2～2.5%程度ないし2.5～3%となり市場のイメージとも大きくはずれていないか。

1. 10月会合の概要
  2. 10月会合に至る発信の推移
  3. 最近の論点
  4. 今後の展望
- (付) 10月会合に至る発信の推移(詳細)**

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (1)野口審議委員講演(札幌、2025年9月29日)

- ・ 全体として、執行部(特に内田副総裁の最近の講演)色が強い内容だった。
- ・ 即ち、リスクマネジメントアプローチによる立ち位置の調整(利上げ)、リフレ(国債大量買入れ)の正当化、大量の超過準備維持の正当化、という内容が柱となったものだった。
- ・ こうした点で、単に「ハト派の委員が利上げ方向での発信をした」という面以外での意味もあった講演に見える。

### ▽注目される発言のポイント

- ① 物価のノルムが転換してきている(「物価安定の目標」達成が着実に近づいている)ため、上下のリスクバランスが変化しており、上方リスクにも配慮する必要があり、新たな政策視野(「政策金利調整の必要性」)が必要な段階が近づきつつある(「必要性がこれまで以上に高まりつつある」)。
  - リスクマネジメントアプローチにおける中立的な立ち位置への調整という先般の両副総裁の発言と整合的。即ち、執行部から「立ち位置調整としての利上げ提案」があれば賛成することを示唆しているように見える。
- ② 財政の拡張と、国債大量買入れを含む金融の緩和という組み合わせは、コロナ時などにおける経済回復策として極めて有効であった。なお、国債の大量買い入れは、長期金利の抑制という目的で行われたもので、金利による金融政策であった。
  - 国債買入れを金利政策として理論面で修正するとともに、財政との連携で効果があったとすることで、リフレ政策を事後的に正当化している。同時にこれらは当時の政策に関わっていた執行部にとっても理論面での整備となる。
- ③ 金融政策が短期市場の資金需給を操作して金利に働きかける形から、準備預金への金利付利によって行われることになった結果、むしろ大量の超過準備が必要になった、とした。
  - これも、最近の内田・氷見野両副総裁の講演と整合的。国債買入れの減額を急いで進めなくても良い(財政ファイナンスではない)という理論武装になっている。



## (付) 10月会合に至る発信の推移 (2)「主な意見」(9月30日)①全体感、経済情勢

- ・ 今回の主な意見を見ると、経済情勢については前回と同様にやや前向きという姿で、大きな変化はない。意見不表明を含めて、特筆すべきことが少なかったというトーンであった。
- ・ 物価については、引き続き強いが、企業の値上げ姿勢が続くかについて懸念を抱く意見が一件あった。
- ・ 金融政策運営については、意見数の増加分だけ上振れ・積極が増加している。その中では、今回会合で利上げ提案を行った2委員とみられる以外からの利上げに前向きな意見も見られている。
- ・ 全体として、引き続き相応に前向きな印象を与えつつも、膨らんだ市場の利上げ期待に届くものではなかった。

### 1. 経済情勢(今回6件←前回<7月>(以下同様)9件)

- ～ 上振れ・積極が2件(←3件)、下振れ・慎重が1件(←1件)、展望・会見での見解・中立等が1件(←1件)、旗幟不明等が2件(←4件)。
- (1-1) わが国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。先行きは、各国の通商政策等の影響を受けて成長ペースは鈍化するものの、その後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みられる。
- (1-2) わが国経済の現状は、まずまず堅調である。米を含む食料品の価格上昇の加速が天井を打ち、これまで回復軌道に乗らなかった個人消費が漸く上向きつつある。
- (1-3) 企業の積極的な経営姿勢が維持されていることを、短観や企業ヒアリング情報で確認したい。
- (1-4) 設備投資を材料に経済情勢を判断する際には、企業内での計画策定と実行のタイミングに大きなズレが生じ、状況が変わり得ることに、留意する必要がある。
- (1-5) 米国の関税政策の米国経済や世界経済への影響は、インフレや雇用の急激な悪化という形ではなく、じわじわと時間をかけて出てくる見通しになってきている。
- (1-6) 最大のリスク要因は、米国経済の先行きである。米国の関税政策それ自体による不確実性は低下していくと思われるが、仮に今後、関税によるインフレが米国経済を大きく下押しするようであれば、わが国経済も影響を免れない。

## (付)1. 10月会合に至る発信の推移 (2)「主な意見」(9月30日)②物価

### 2. 物価(今回8件←前回7件)

～ 上振れ・積極が4件(←5件)、下振れ・慎重が1件(←0件)、展望・会見での見解・中立等が3件(←2件)、旗幟不明等が0件(←0件)。

(2-1) 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。

(2-2) 加工食品の大幅な値上げが続いているが、輸入物価の上昇が落ち着いている中でも、一部の企業は積極的な値上げに踏み切っている印象もある。消費者の購買状況次第では、値上げの流れに変化が生じることもあり得る。

(2-3) 物価の先行きについては、輸入物価や米などの原材料価格のトレンド、食料品価格への価格転嫁の継続度合い、食料品以外への価格転嫁の広がりなどの3点に注目している。銘柄米の価格水準は見通し対比でやや強めに持続する可能性があるともみているほか、データやヒアリング情報を踏まえると、食料品価格への価格転嫁の継続性が高まっているように思う。

(2-4) 食料品価格の上昇の相当部分は米価を起点とするものだが、米価以外の要因に基づく部分もかなりの比重を有する。

(2-5) 基調的な物価上昇率は、2%に向けて緩やかに上昇しているものの、なお2%に至っていないと考えている。そのうえで、食料品価格の上昇が想定以上に長期化した場合には、予想物価上昇率を通じて基調物価を押し上げる可能性がある一方で、家計のコンフィデンスの悪化が個人消費に影響すれば、基調物価を押し下げる方向に作用する可能性もある。

(2-6) 基調的な物価上昇率には推計の幅や計測誤差もあるため、2%に達したか、伸び悩んでいるかの識別は容易ではない。一方、2%近傍で定着したかを丁寧に確認する必要はあり、モデルからの示唆も含めてみていきたい。

(2-7) 賃上げ定着を受けた国内要因によるインフレ圧力に加え、予想物価上昇率も高まるなど、「物価安定の目標」が概ね実現したと捉えている。既に物価が上がらないノルムが転換し、インフレ期待も引き上がる中、物価上昇の二次的影響が生じやすく、物価の上振れリスクが存在する。

(2-8) 物価の基調は2%定着に向けて、着実に歩みを続ける公算が大きく、今後の財政政策の影響を含め、上振れリスクも大きい。

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (2)「主な意見」(9月30日)③金融政策運営(ETFの処分等以外)

### 3. 金融政策運営に関する意見(今回10件←前回8件)

～ 上振れ・積極が5件(←3件)、下振れ・慎重が0件(←0件)、展望・会見での見解・中立等が3件(←3件)、旗幟不明等が2件(←2件)。

- (3-1) 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。そのうえで、こうした見通しが実現していくかは、不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、予断を持たずに判断していくことが重要である。
- (3-2) 米国の関税率が15%になっても日本経済に影響はあり、成長率がいったんは鈍化するという見通しは不変である。物価面では、食料品のコストプッシュが収まることで、来年度に2%を下回ると予想される。こうした状況下、今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきである。
- (3-3) わが国の経済状況という観点だけから判断すれば、前回の利上げから半年以上が経過していることもあり、そろそろ再度の利上げを考えてもいい時期かもしれない。もっとも、米国経済の落ち込みの程度の目途がついていないため、当面の金融政策運営は、現状維持が適当と考える。
- (3-4) 市場にサプライズとなる現時点での利上げは避けるべきである。
- (3-5) わが国経済の特徴として、内需が外的な負のショックに対し脆弱な傾向がある。金利の正常化を進める上では、ハードデータをもう少し確認してから判断しても遅くないだろう。
- (3-6) 今後の政策運営に当たっては、各国通商政策の世界経済への影響、米国の金融政策と為替相場の方向性、国内の物価と賃金の見通しの3点を注視していく必要がある。
- (3-7) 米国経済の帰趨が見えることを待つことで得られる知見もあるが、国内の物価との関係では待つことのコストも徐々に大きくなっていくので、待つことのコスト・ベネフィットやそれに伴うリスクの比較考量が必要になっていく。
- (3-8) 経済・物価が本行の見通しに対してオントラックであり、大きく軌道を外れなければ、ある程度定期的な間隔で政策金利の水準を調整していくべきであると考えている。この先、米国の関税の影響を含め、3月決算企業の上期決算と通期見通しや短観など、幅広い情報が揃うだろう。
- (3-9) 米国の相互関税賦課以来の不安が後退し、物価見通し実現に向けて海外要因の制約が解消に向かう中、再び利上げスタンスに回帰し、海外対比で低水準の実質金利の調整を行い得る状況と考える。
- (3-10) 0.5%までの利上げの経済全体への影響は極めて限定的である。上下双方向のリスクがある現時点で、政策金利を一気に引き締める領域まで引き上げるべきではないが、物価の上振れリスクがある中、将来の急激な利上げによるショックを避けるため、中立金利にもう少し近づけておくべきである。



## (付) 10月会合に至る発信の推移 (3)総裁大阪講演・会見(10月3日)①印象

▽全体として9月会合後の会見と大きくは変わらず、やや煮え切らない印象。もっとも、講演・会見の時期が9月会合と近く10月会合から遠いことも影響していると思われるほか、下記の通り必ずしも整合的でない2つの点を同時に挙げている点も注目される。直前に公表された「主な意見」と同様に、理念的に前向きさを維持しつつ、膨らんだ市場期待に届くものではなかった。

▽会見での発言のポイント：2つの柱(なお、下記の<①>などの記号は次ページ発言骨子での各項目に対応)

(A) 不確実性が高く情報が不足している<①>(注)一方で、ビハインドザカーブのリスクがない<③-1>としている。

→ もしそうであれば、直近での利上げはないと言う印象を与えておけば良い。

(B) 一方で、物価と米国経済について上振れリスクを挙げている<③-2>ほか、今後の見極めに必要な情報についても遠いデータを挙げることを避け、会合毎に総合的な判断が可能としている<②>。

→ いつでも利上げが可能な状況(スタンバイ状態)を維持したい意向が感じられる。

▽上記(A)(B)は必ずしも整合的ではなく、利上げが望ましい(必要)との判断がある中でも、それを躊躇する理由が他にあり、表向きのロジックとして米国経済の不確実性の高さとビハインドザカーブのリスクの低さを挙げている印象。

即ち、やはり政治情勢として自民党総裁選の結果が出ておらず政権の形態も見えない状況での発信であった中で、実際の判断と発信のトーンの双方について、明確な姿勢を出さなかった部分が大きく、合わせて、政権とのコミュニケーションの方向性によっては必ずしも無理をしないとの判断でもあったように感じられる。

～その後、利上げが可能隣れば、支店長会議や企業の間接決算などを材料に積極姿勢を加速させる意識もあったと思われるが、実際には政権交代が後ずれし、政治スケジュールが10月にかかったことで、加速を踏みとどまっている様子。いずれにせよ、利上げを見送る際には、当然、経済物価情勢を見極めたいという理由になることが見込まれる。

～結果的に、9月会合が利上げの機会なり得ていたところ、その見極め前の7-8月の段階で9月利上げの可能性を否定する発信を行っていたことで、利上げが後ずれしている可能性(もとより、その妥当性はまだ不明)。

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (3)総裁大阪講演・会見(10月3日)②会見での発信の骨子[1]

### (1) 会見での発信の骨子

① **関税や米国経済の影響**については、依然として不確実性が大きく、現時点で情報が不足しているとした。

- ・「15%の関税率と他の国の関税率がアメリカ経済、世界経済にどういう影響を及ぼしていくか、その中で日本経済がどういう影響を受けるのか、不確実性は依然としてかなり大きなものが残っている。」
- ・「来年の賃金動向については、例えばアメリカ経済が今後どういう経路を辿るか、それが日本経済、日本企業の収益にどういう影響を与えるかにも大きく依存し、情報はまだ少し不足。」
- ・「アメリカの関税政策の予想された影響が顕在化していない部分が非常に多いことについて、今回の短観が強いインフォメーションを持ってるかということと必ずしもそうではなく、先行きに関する重要な不透明性、不確実性は残る。」

② **見極めに至る時期**については、引き続きヒアリング情報を含めた会合毎の総合判断とした。そうした中で、見極めにきりがないうちでも、11月以降に入手される情報を挙げることにについて(講演も含めて)注意深く回避した。

- ・「全てのハードデータがどう出るかを全て把握してからだと、すごく先になることは明らかなので、政策判断に必要な程度の見極めが出来るところまでということになる。その判断材料としては、ハードデータもあるし、ヒアリング情報もあるし、様々な人のマクロ経済に対する見方のヒアリングもある。」
- ・「今月後半にワシントンでIMF総会が開かれるので、そういう場所で現地の政策担当者あるいは金融機関の方々と話して生の情報を手に入れ、追加的な材料として判断していく。」
- ・「講演で挙げた3つの点検ポイントのそれぞれから見通しの確度の関数関係がきちっと優しく言えるかということ、総合判断的なものにならざるを得ない。」



## (付) 10月会合に至る発信の推移 (3)総裁大阪講演・会見(10月3日)②会見での発信の骨子[2]

③ **物価の上振れ(ビハインドザカーブ)のリスク**については、<③-1>「食料品価格上昇の減衰が遅れることで中長期のインフレ期待を押し上げるリスク」と再定義した上で、その可能性は低いとした。一方、<③-2>米国経済と国内の中長期インフレ期待のいずれについても上振れリスクを指摘した。

～ なお、ビハインドザカーブのリスクについては、8月の中川委員会見での「ヘッドラインのCPIが賃金に影響し、さらにサービス価格に影響するという循環が、大きくなり過ぎて、物価を押し上げる力が加速度的に強まること」という再定義と、概ね同じ意味。また、そのリスクが現段階では高くないとする点も中川委員と同様。

- ・「(食料品価格上昇の)減速のペースが想定よりも緩やかになる時に、何らかのメカニズムを通じて基調的インフレ率を少し押し上げる方向に働くケースも排除出来ない。逆に一旦は長続きするということは前提になるが、それが消費マインドに下押し圧力を加えて需要サイドから消費を弱含み、それが基調を少し弱めてしまうリスクもあるかもしれない。」
- ・「ビハインドザカーブになる可能性については、食料品価格のデysinフレのペースが遅くて、何らかの理由で基調あるいは中長期のインフレ期待を押し上げる効果を持つケースは、今のところ可能性は高いと見ていない。但し、もしそうなれば注意を要する現象なので、引き続き良くデータを見て分析する。」
- ・「アメリカ経済は、ここまでのデータを見る限り、労働市場以外は割と堅調に推移している。従って、色々な機関(FRBとIMFを指していると思われる)の標準的な見通しをアメリカ経済が上振れて着地する～期間は難しいが～リスクも0ではない。」

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (4)高市新総裁・総理①自民党総裁就任会見(10月4日)

・全体として就任当初での柔軟・慎重な姿勢の範囲内にあり、10月以降の利上げに対する明確な意思表示はなかったが、この時点では、上記の通り両者のコミュニケーションは開始されていることが窺われる。いずれにせよ、その後の政局の混迷の中で、新しい政権の枠組みと政治日程がともに不確実な状況が継続した。

金融政策に関する質問を受けて、応答の柱は、

- ① 政府と日銀が足並みを揃え、コミュニケーションをとりながら協力していく。
- ② 現在の物価上昇がコストプッシュによるもので、デフレでなくなったと安心するのは早く、関税の影響も出てくる。賃金上昇が主導するディマンドプル物価上昇がベスト。

という2点であった。このうち①については、9月決定会合後の会見で植田総裁が同じことを述べているほか、②についても、「デフレでなくなったと安心するのは早い」という部分は、やや強いが、これを「物価目標が達成されていない」という趣旨だと読むと、全体として日銀のストーリーと変わらない。新総裁と日銀の間で、基本的な部分での認識が共有されていることが窺われる。また、冒頭の演説では物価高対策が急務であることにも触れている。一方、

- ③ 金融政策に責任を持つのは政府で、日銀は金融政策のベストな手段を考える存在。
- ④ 日本経済が今はギリギリのところにある。

という点にも触れた。これらには、かつての安倍政権的な色彩、昨年頃の若田部前副総裁や最近では西田議員に近いニュアンスなども感じられる。

これらは、①②に関しては金融政策に関する想定問答が日銀と党本部の間で共有され(場合によってレクも行われた上で)、③④(及びIMFに触れた部分など)に関しては高市新総裁自身のニュアンス(や内閣府等の説明)が加わった、という姿ではないか。

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (4)高市新総裁・総理②総理大臣就任会見(10月21日)

- ・ 党総裁就任会見とほぼ同内容であるが、(a)金融政策を含むマクロ経済政策の最終的な責任は政府が持ち、(b)日本銀行と政府が連携して意思疎通を図り、(c)金融政策の手法は日本銀行に委ねられる、というロジックが多少強調された印象。即ち、金融政策のにおいて日本銀行の考え方を尊重しつつも、説明を十分に受けて政府側の姿勢も示した上で、姿勢を合わせたい、という姿勢にある。これを受けた日本銀行も、政権への説明を丁寧に行なっていくと思われ、10月利上げを示唆しない方向。
- ・ 第二次安倍政権発足時のような基本的対立がない中で、ここでの「手法」には、経済物価情勢判断、金利水準や変更タイミングもある程度は含み得るが、実際には、今後の「意思疎通」の中で形成されていくと思われる。
- ・ 解散については、あるとすると11月中の可能性が高いが、経済対策を優先とするという言い振りとなっており、その場合は、当面は解散の可能性は低くなる。

### 経済と金融政策について

- ・ 「マクロ経済政策の最終的な責任は政府が持つと考えている。日銀法において金融政策が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、日銀が政府と十分に連携を密にして意思疎通を図っていく。これが何より大事だと考えている。その上で、金融政策の手法については日銀に委ねられるべきものと考えている。これからもコミュニケーションをよくしていきたい。経済物価金融情勢を踏まえながら、2%の物価安定目標がコストプッシュだけではなく賃金の上昇も伴って緩やかにという形で持続的安定的に実現することに向けて、適切な金融政策運営を行うことを期待している。アコードについては、今の段階で直ちに見直すことは考えていない。」

### 解散について

- ・ 「今はとにかく多くの国民の皆様が困っている。例えば賃上げ税制の恩恵を受けられない。それでも一生懸命素晴らしい技術を持って努力をしている。そういう中小企業の方々のご苦労もある。また、農林水産業も大変である。いろんな価格・コストが上がって苦労している。それから、医療機関も7割が大きな赤字を抱えている。福祉施設の倒産も過去最多となった。こういったこと考えると、私たちの安心安全に関わる大切なインフラが失われるかもしれない。今、手をつけなければ間に合わないことがたくさんある。とにかく経済対策最優先で取り組ませてほしい。今すぐに解散のどうのこうのと言っている暇はない。」

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (5)各地域からみた景気の現状(10月6日)<7月/10月比較>①

- ・賃金・価格設定に関しては、7月対比で強気の声が多い。需要項目では、輸出・設備投資で関税後も積極的な声が多いが、個人消費はマインドの後退が指摘されている。輸出等は同時に公表されたさくらレポートのまとめよりやや慎重な印象あり、支店長会議のトーンを10月の利上げ報告に活用する意思が感じられない。

	7月	10月
賃金設定	<p>多くの地域から、幅広い業種・規模の地域企業で、人材係留・確保のため、今年度の賃上げも高水準であったと報告された。</p> <p>先行き、各国の通商政策の影響を受けて<u>企業収益が下振れた場合は、今年度の冬季賞与を減額する可能性</u>を指摘する企業の声も報告されたほか、来年度の賃金設定について、<u>賃上げの実施に懸念</u>を示す声があった一方、人手不足感が強い企業を中心に人材係留・確保のためには<u>継続的な賃上げ</u>が必要とする声も報告された。</p>	<p>先行きの賃金設定について、各国の通商政策の影響や海外経済の減速等により企業収益が<u>大きく下振れた場合には</u>、賃上げを抑制せざるを得ないとの声があった一方、<u>人手不足感の強さや最低賃金の引き上げ、最近の食料品を中心とする物価上昇等を受けて、引き続き高めの賃上げが必要とする声も報告された。</u></p>
価格設定①	<p>既往の輸入物価の上昇に加え、仕入コストや人件費、物流費の上昇等を受けた値上げの動きがみられるとの報告が多かった。ただし、米などの食料品価格の上昇等を背景とする物価高を受けた消費者の節約志向の影響がみられるも、値上げの抑制や低価格商品の品揃え強化等の動きも引き続きみられるとの報告があった。</p>	<p>仕入コストや人件費、物流費等の上昇を<u>転嫁する動き</u>が続いているとの報告が多かった。ただし、米などの食料品価格の上昇等を背景に<u>消費者の節約志向がやや強まる</u>も、値上げの抑制や低価格商品の品揃え強化等の動きもみられるとの報告があった。</p>
価格設定②	<p>競争優位性の高い製品を中心に海外での価格転嫁が進んでいるとの報告があった一方、その他の製品では、どの程度関税分を転嫁していくかについて海外販売先と交渉中であるとの報告もあった。この間、地域のサプライヤーから、人件費の価格転嫁の流れを阻害するまでには至っていないものの、先行き、国内納入先の交渉スタンスの厳格化を懸念する声が聞かれるとの報告もあった。</p>	<p>一部の地域のサプライヤーからは、関税の影響により収益が下押しされている国内納入先において、取引価格の交渉スタンスが厳格化しているとの声が聞かれたものの、<u>現時点では、人件費の価格転嫁の流れを阻害するまでには至っていないとの報告が多かった。[記述順序の逆転]</u></p>

(注)10月の赤字は積極化、青字は慎重化。7月の青字は10月の赤字との対応部分。



## (付) 10月会合に至る発信の推移 (5)各地域からみた景気の現状(10月6日)<7月/10月比較>②

	7月	10月
輸出・生産	関税の引き上げを見越した駆け込みやその反動減の動きが報告されたほか、不確実性の高まりや米国における設備投資スタンスの消極化を受けた資本財の受注下振れを指摘する報告があったものの、現時点では、こうした影響は総じて限定的にとどまっているとの報告が多かった。先行きについて、米国における販売価格の引き上げや世界経済の減速等に伴う需要の減少を懸念する声が多く報告されたほか、一部原材料の調達困難化の影響を指摘する報告が複数あった。	米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動減に加え、資本財の受注についても下振れの動きがみられるとの報告があった一方、 <u>A I 関連の受注の堅調さを指摘する報告も多数</u> あった。
設備投資	不確実性の高まりを背景に投資の先送りや見直しを検討・実施する動きがみられるとの報告があった一方、I T 関連需要の拡大期待に基づく能力増強投資や、人手不足対応や生産性向上を目的とした省力化・デジタル化投資などで <u>積極的な投資スタンスが維持されているとの報告もあった</u> 。	I T 関連需要の拡大期待に基づく能力増強投資や、人手不足対応や生産性向上を目的とした省力化・デジタル化投資などで <u>積極的な投資スタンスが維持されているとの報告が多かった</u> 。 ただし、各国の通商政策の影響を巡る不確実性の高さを背景に、投資の先送りや見直しを検討・実施する動きがみられるとの報告があったほか、建設コスト上昇により投資の先送り・縮小等を検討する動きもみられるとの報告があった。
個人消費	個人消費（インバウンド需要を含む）については、財消費で、都市部の百貨店等における高額品の販売は、免税売上が低調となる一方、国内富裕層の需要は堅調との報告が多数あった。また、サービス消費では、観光・宿泊や外食等の需要が引き続き堅調との報告が多かった。この間、財・サービス消費ともに、日常消費において消費者の節約志向の影響がみられる一方、イベント関連等の消費が堅調であるなど、メリハリ消費の動きが続いているとの報告もあった。	個人消費（インバウンド需要を含む）については、イベント関連等でのハレの日消費の堅調さを指摘する報告があった一方、 <u>日常消費では、消費者の根強い節約志向を背景に、スーパー等において、購入点数の減少が続いているとの報告があったほか、値上げを行った外食等からは、客数の伸びがこのところやや鈍化しているとの報告があった</u> 。この間、都市部の百貨店等からは、高額品を中心に免税売上には弱さがみられる一方、 <u>最近の株価上昇もあって</u> 国内富裕層の需要は堅調さを維持しているとの報告が多数あった。また、観光・宿泊需要も、インバウンド需要の増勢鈍化の影響を受けつつも、底堅く推移しているとの報告があった。



I. 全国企業

調査対象企業数

	製造業	非製造業	合計	回答率
全 国 企 業	3,696社	5,174社	8,870社	99.4%
うち大 企 業	910社	804社	1,714社	99.1%
中堅企業	1,036社	1,506社	2,542社	99.3%
中小企業	1,750社	2,864社	4,614社	99.5%

< 回 答 期 間 > 8月27日 ~ 9月30日

(参考) 事業計画の前提となっている想定為替レート (全規模・全産業)

		2024年度			2025年度		
		上期	下期		上期	下期	
米ドル円 (円/ドル)	2025年6月調査	148.44	148.31	148.57	145.72	145.87	145.56
	2025年9月調査	—	—	—	145.68	145.94	145.41
ユーロ円 (円/1-0)	2025年6月調査	160.18	160.76	159.61	157.79	157.89	157.68
	2025年9月調査	—	—	—	160.65	160.66	160.65

1. 業況判断

(「良い」-「悪い」・%ポイント)

	大 企 業						中 堅 企 業						中 小 企 業					
	2025年6月調査		2025年9月調査				2025年6月調査		2025年9月調査				2025年6月調査		2025年9月調査			
	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
製造業	13	12	14	1	12	-2	10	6	12	2	8	-4	1	-2	1	0	-1	-2
繊維	0	15	4	4	11	7	2	-7	12	10	-3	-15	-19	-23	-14	5	-19	-5
木材・木製品	0	-7	-8	-8	0	8	0	-4	0	0	0	0	-7	-10	-6	1	-14	-8
紙・パルプ	29	25	26	-3	26	0	18	20	12	-6	18	6	-7	-7	-13	-6	-8	5
化学	14	11	15	1	13	-2	20	17	28	8	24	-4	8	2	18	10	10	-8
石油・石炭製品	9	8	0	-9	25	25	-10	-15	5	15	15	10	2	-10	2	0	-10	-12
窯業・土石製品	17	24	30	13	28	-2	10	10	9	-1	5	-4	8	2	1	-7	3	2
鉄鋼	-3	-6	-14	-11	-14	0	-9	-20	-12	-3	-13	-1	-23	-19	-17	6	-16	1
非鉄金属	16	10	16	0	13	-3	10	7	6	-4	13	7	5	-5	7	2	0	-7
食料品	8	4	6	-2	9	3	11	10	10	-1	5	-5	5	7	1	-4	3	2
金属製品	-3	-6	0	3	3	3	19	7	21	2	13	-8	-3	-10	-2	1	-4	-2
はん用機械	23	23	27	4	25	-2	17	11	30	13	22	-8	26	11	24	-2	12	-12
生産用機械	15	17	17	2	14	-3	10	9	11	1	6	-5	-6	-13	-1	5	-8	-7
業務用機械	22	19	22	0	22	0	29	25	22	-7	20	-2	17	13	20	3	10	-10
電気機械	11	13	16	5	9	-7	6	4	6	0	5	-1	8	5	8	0	0	-8
造船・重機等	27	36	36	9	32	-4	37	25	35	-2	35	0	24	27	31	7	31	0
自動車	8	7	10	2	8	-2	13	0	16	3	2	-14	0	-8	-5	-5	-3	2
素材業種	12	12	12	0	13	1	7	3	9	2	7	-2	-5	-10	-2	3	-6	-4
加工業種	13	12	15	2	13	-2	13	7	13	0	9	-4	6	2	5	-1	1	-4
非製造業	34	27	34	0	28	-6	25	17	24	-1	18	-6	15	9	14	-1	10	-4
建設	44	34	49	5	39	-10	31	25	28	-3	23	-5	17	13	18	1	12	-6
不動産	54	50	52	-2	48	-4	32	17	35	3	23	-12	24	12	24	0	13	-11
物品賃貸	32	21	36	4	21	-15	45	29	45	0	29	-16	30	20	27	-3	19	-8
卸売	29	19	31	2	19	-12	17	11	18	1	12	-6	5	0	5	0	0	-5
小売	18	11	18	0	20	2	27	18	19	-8	19	0	10	4	7	-3	6	-1
運輸・郵便	31	24	26	-5	23	-3	16	12	16	0	6	-10	15	10	17	2	12	-5
通信	38	38	28	-10	28	0	33	17	45	12	45	0	39	30	35	-4	31	-4
情報サービス	51	42	55	4	46	-9	43	34	45	2	36	-9	26	25	28	2	28	0
電気・ガス	12	6	16	4	12	-4	10	11	15	5	11	-4	19	12	15	-4	16	1
対事業所サービス	45	38	45	0	35	-10	37	26	39	2	29	-10	15	10	17	2	11	-6
対個人サービス	29	26	30	1	27	-3	21	15	22	1	18	-4	19	9	14	-5	9	-5
宿泊・飲食サービス	45	39	26	-19	29	3	29	24	25	-4	20	-5	15	13	14	-1	17	3
全産業	23	20	24	1	21	-3	19	12	19	0	14	-5	10	5	9	-1	5	-4

	全 規 模 合 計					
製造業	7	4	7	0	5	-2
非製造業	21	15	21	0	15	-6
全産業	15	9	15	0	10	-5

- (注) 1. 回答率 = 業況判断の有効回答社数 / 調査対象企業数 × 100  
2. 「最近」の変化幅は、前回調査の「最近」との対比。「先行き」の変化幅は、今回調査の「最近」との対比。  
3. 「造船・重機等」は自動車以外の輸送用機械。

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (6)田村審議委員講演(那覇、2025年10月16日)

- ・ 利上げ提案後の委員の講演である点で中立的な情報としての価値は大きくないが、極めて自然な立論で、日本銀行の(強気側での)実際の状況判断を表している印象。経済物価情勢では、政治情勢の混乱がなかりせばの自然な姿であるほか、政策運営では、リスクマネジメントアプローチ上の説明も、内田・氷見野副総裁ほぼ同じとなっている。

### ▽講演での主なポイント(経済物価情勢)

- ① 企業の前向きな経営姿勢(価格設定・節義投資等)が維持されている。それは9月短観と支店長会議から十分に窺われた。
- ② 食料品価格の上昇が2022年以降、持続的に続いている。かつ、[1]様々な要因で上昇品目が交代しながら上昇が続いていること、[2]加工食品への波及が段階的に続いていくこと、[3]人件費など構造的要因による値上げも目立っていること、から、値上げが今後も続く可能性が十分にある。また、そうした食料品価格上昇は予想物価上昇率への影響が大きい。
- ③ サービス価格のうち人件費の影響が及びやすい品目(家賃や公共サービスを除いたもの)を見ると、2%を上回る高い伸びが続いている。また、家賃や公共サービス、特に後者について今後は伸びが高まる可能性がある。
- ④ 予想物価上昇率については、実際の経済活動の主体である企業や家計の予想を重視すべきであり、その上で短観(企業)と生活意識アンケート(家計)を見ると、ともに2%を上回る高い伸びが続いている。日本では、中長期の予想物価が2%にアンカーされていないことは、上振れリスクがあることにも繋がる。

### ▽講演での主なポイント(金融政策運営)

- ① 物価の上振れリスクが高まっており、ビハインドザカーブに陥ると急激な利上げで日本経済に大きなダメージを与える。
- ② そのため、リスクマネジメントアプローチの観点から、政策金利を中立金利にもう少し近づけておくべきである。
- ③ 中立金利が最低でも1%程度と見られるため、中立金利まではまだ距離がある。

### ▽会見での主な発言

- ① 現在、労働需給の逼迫が設備稼働率を下げていることを踏まえると、マクロ的な需給ギャップは実体的にはプラスの領域にあり、供給力不足が物価に上昇圧力をかけている(コストプッシュかとの質問を受けてディマンドプルとの回答)。
- ② このところ企業の賃金価格設定行動が積極化している中で、円安は物価の上振れ要因となる。
- ③ 市場の利上げ期待が低い場合には、その要因を踏まえて、決定会合で判断していく。

## (付) 10月会合に至る発信の推移 (7)植田総裁会見 (G20終了後、2025年10月16日)

- ・ 市場の期待が低い中での10月会合前の最後の発信として、という質問に対して、公式的な応答振りとなっていて、特に市場の期待を修正する姿勢はなかった。これは、今年初め以降、毎会合前に正副総裁のいずれかが公式に説明するという枠組みの下では、市場の10月利上げ期待を冷やす方向に作用することを意識していると思われる。

**問：**海外経済、とりわけアメリカ経済の先行きや日本経済への影響をどうみているのか、訪米前と何か変化があったか。

**答：**全般的な世界経済、アメリカ経済の印象としては、日本で思っていた姿とそれほどのギャップはない。つまり、例えば3月、4月ぐらいの見方と比べると、ここまでの経済動向はresilientという言葉がぴったりするような底堅さをみせている。その一つの理由が、関税の影響の発現がやや遅れている、従って、他の強さもある中で、世界経済、アメリカ経済がかなり好調に推移している面がある。ただ、遅れているということなので、今後出てくるかもしれない。その分は依然として見通しに織り込んだり、下方リスクとして織り込まざるを得ないというのが、いろんな機関あるいは人々の世界経済、アメリカ経済に対する評価ということだと思う。

**問：**今回が10月会合前の総裁の最後の発言機会となる可能性がある。主に昨今の日本国内の政治状況を受けて、10月会合での市場の利上げの織り込み度合いが大きく低下している。利上げとなると混乱を招くリスクがある。国内政治情勢の不安定化で金融政策運営が難しくならないか、会合に向けての確度の高まり具合、利上げの可能性等はどうか。

**答：**まず基本的なスタンスとして、経済・物価見通し、そしてそれを巡るリスク、そして見通しの確度に従って金融政策を決定していく。従って、見通しの確度が上がっていけば、その度合いに応じて、適宜金融緩和の度合いを調整していくという姿に全く変わりはない。そのうえで今回の会合との関連で、10月の会合に向けてどうかということについては、まだワシントンでの会合は途中なので、もう少し情報収集にあたり、それから10月末にかけて出てくるデータあるいは情報も加味したうえで、10月の会合であれば、その時点での情報、データ、人々の見方、メンバーの見方をまとめて議論して、そこで決定する。



## (付) 10月会合に至る発信の推移 (8)高田審議委員会見 (中経連、2025年10月20日)

- 委員は、9月会合で「物価安定の目標」の実現が概ね達成されたとして利上げ提案をしていたが、今回の講演ではそれに加えて米国経済の腰折れは回避されていることも利上げの理由に挙げた。「物価安定の目標」実現が概ね達成されたことを前提としたコミュニケーションとしている点で、リスクマネジメントアプローチ上の立ち位置調整よりは強い姿勢にある。今回の「機が熟した」等は、厳密には9月の利上げ提案の説明だが、10月にも妥当する形(実際、10月も利上げ提案)。

### ▽経済物価情勢

- ① **米国の関税の影響**については、最適関税理論における大国としての米国では、経済底上げとインフレ圧力に繋がる可能性がある。米国経済の腰折れは回避されている。
- ② 米国の関税の**日本への影響**については、9月短観や支店長会議で目立った原則は確認されていない。今年度の企業収益は(伸び悩むものの)高水準で、賃金も伸びており、個人消費は今後緩やかに増加するとみられる。  
設備投資では、短観で大企業製造業の上方修正があった。世界経済ではIMFの10月WEOで改善があったほか、半導体サイクル等も上向きにある。企業収益は、上記に加え、8月以降、リビジョン・インデックス(企業業績の修正)がプラスに転じている。為替は円安方向にあり、株式市場も史上最高値圏にあって安心感を与えている。
- ③ **物価面**では、GDPデフレーターにおけるユニットレーバークストの寄与も高まっている。物価上昇がホームメイド化している。最低賃金もこの秋に6%以上の増加が今年度の引き上げ目安となったことは物価のノルム転換の象徴事例であるほか、引き上げ目標が今後の引き上げのフォワードガイダンスとなり得る。人手不足経済に転換しており、「物価安定の目標」実現が概ね達成された局面にある。

### ▽金融政策運営

- ① 国内要因に加えて海外要因からも「物価安定の目標」実現が目前に迫りつつある中で、特に短期の実質金利が大幅なマイナス(緩和的な金融環境)になっている。
- ② 今回の局面では、米国経済の深刻な後退を想定しにくいため、米国の利下げは日本の利上げの妨げにならない。
- ③ 賃金・物価抑制のノルムが解け、従来は岩盤だった家賃やオフィス賃料上昇も基調物価の上昇を示している。物価の上振れリスクが生じ、利上げに向けた機が熟したので、もう一段のギアシフト、緩和度合いの調整が必要と考え、9月会合での利上げを提案した。