

<第2部>

10月短観と展望レポートから見た
国内金融経済情勢について

2025年11月5日

上田八木短資株式会社
市川 能英

本日のポイント

- (1) 日銀は、景気・物価面の条件を満たす限り、今後とも物価目標に適合する政策金利水準(おそらく1%以上)に上げていく方針に変更ない。

当面の利上げを見送っている最大の関心事は、「米国経済(および世界経済)の行方と日本経済への影響」。日銀の想定では、「日本経済は、トランプショックによる世界経済後退等の影響で今後一時減速するが、その後は再び回復・拡大へ」とのシナリオ。各種情報からこの展望への確信度合いが高まれば利上げを判断。

現状は、10月短観や支店長会議等、大半の情報が展望不良のまま横ばい状況。現時点は11月以降の企業決算事業見通しやGDP等のマクロ情報待ち。

なお、現在の実質金利は、期待インフレ率の緩やかな上昇(+1%台後半→+2%近く)の中、本年初利上げ時よりもむしろ低下中。上記景気展望の見通しがつけば、金融緩和の縮小方向に向けて、追加的に利上げを進めていくと思われる。

- (2) 物価(基調的インフレ率)は、最近、概ね目標(+2%)に近い達成状況に到達。

現在のコアCPIは、今後、米価の落ち着きや年初からの円高浸透などを踏まえ今後+2%程度まで低下を想定。現時点でビハインドザカーブのリスクは小さいと判断。

- (3) 日銀は、物価目標達成後の金融政策の枠組みを準備中。最近は、第一の力の上昇が中長期的な基調的インフレの上昇させることを認めている。

目標達成後は、これまでの「基調的インフレ率」に上記影響を加味した新たな物価目標(+2%より高い水準)に基づき運営するのではないかと。

1-1. 展望レポート・ハイライト(2025年7月)～日銀の気持ちがよく表れている



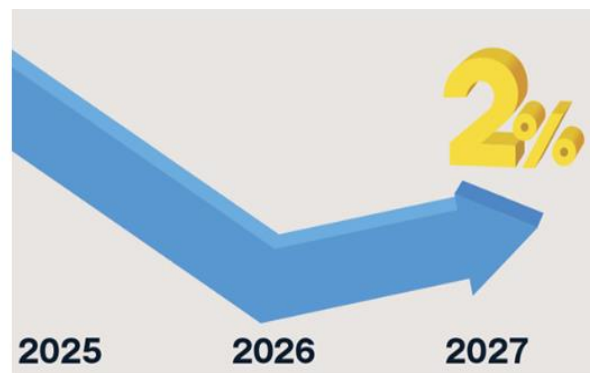
日本経済は成長ペースが鈍化する

日本経済は、各国の通商政策等の影響を受けた海外経済の減速により下押しされ、成長ペースが鈍化します。その後は、海外経済とともに、成長率を高めていきます。

今の日本経済の展望を描いていて、霧の向こうが見通せるかどうか、政策変更のカギ。

物価は減速したあと2%程度に向かう

消費者物価の前年比は、食料品価格上昇などの影響が弱まり、経済の成長ペースも鈍化するため、来年度に1%台後半まで減速しますが、再来年度は2%程度となります。



通商政策等の影響を巡る不確実性は高い状況が続いている

日米間の交渉が合意に至るなど、前向きな動きもみられていますが、各国の通商政策等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、高い状況が続いています。金融・為替市場や日本経済・物価への影響にも、十分注意を払う必要があります。

今の将来展望における最重要ポイントは、地球儀に示される世界経済・貿易。チェックポイントは右のデータ。

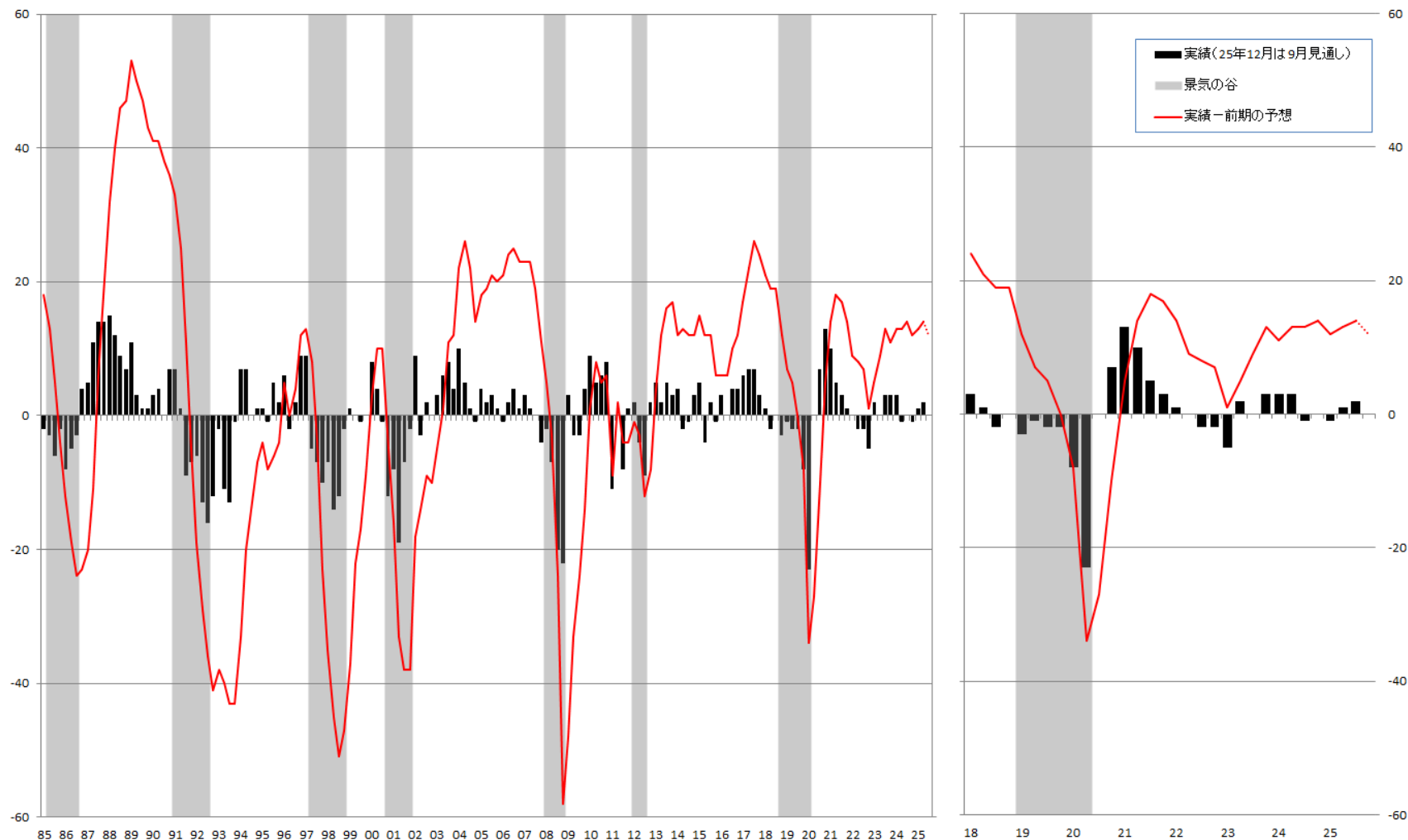
1-2①.短観・業況判断 製造業大企業は高水準で横ばい圏内

前回から大きな変化なし。横ばい圏内の穏やかな景況感が続いている。

日銀短観・業況判断D.I.(製造業)

(1) 製造業(大企業)

(「良い」-「悪い」構成比%ポイント)



改善



悪化



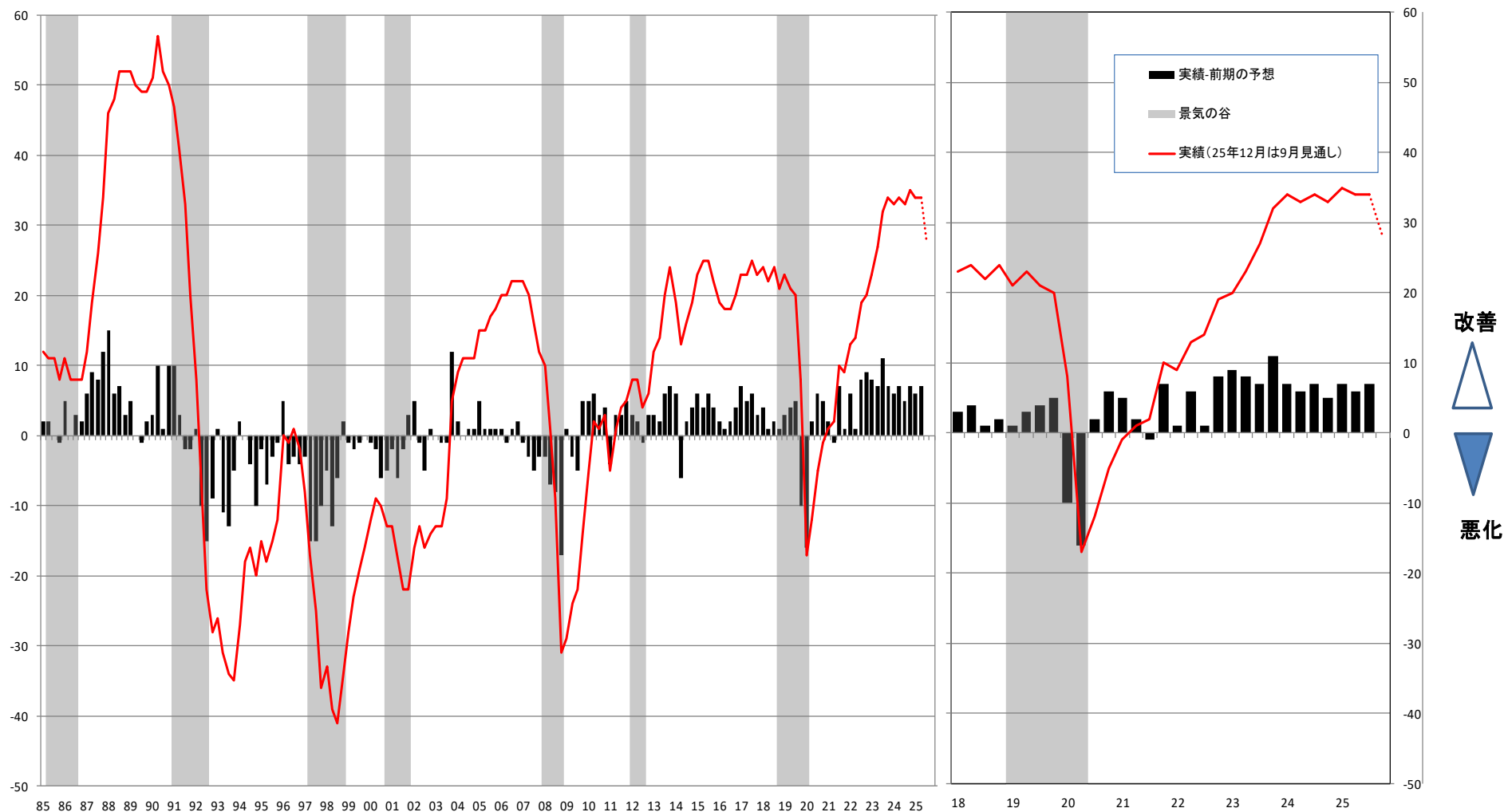
(日銀短観、直近は2025年9月調査)

1-2②. 短観 業況判断 非製造業大企業は好調持続

日銀短観・業況判断D.I.(非製造業)

非製造業(大企業)

(「良い」-「悪い」構成比%ポイント)



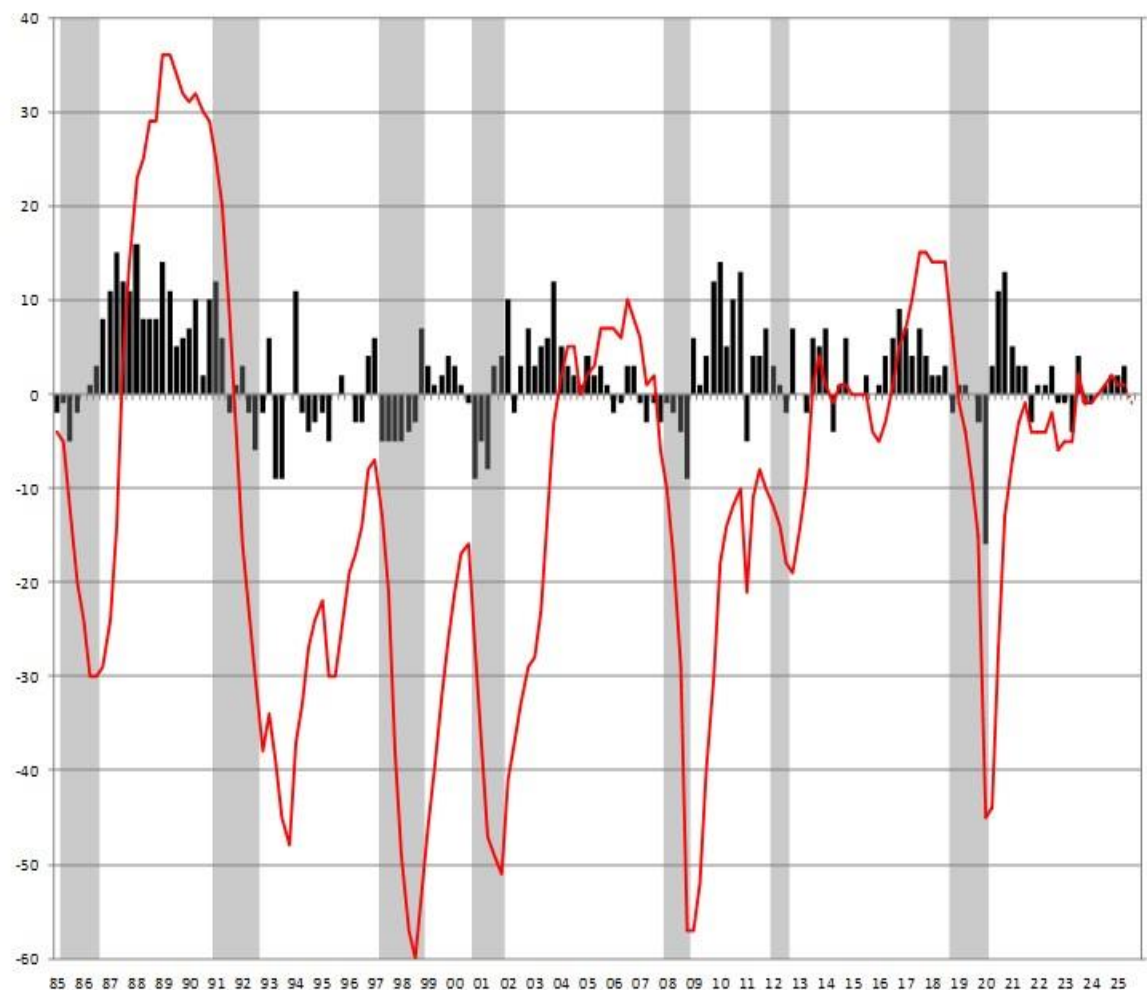
改善
△
悪化
▽

(日銀短観、直近は2025年9月調査)

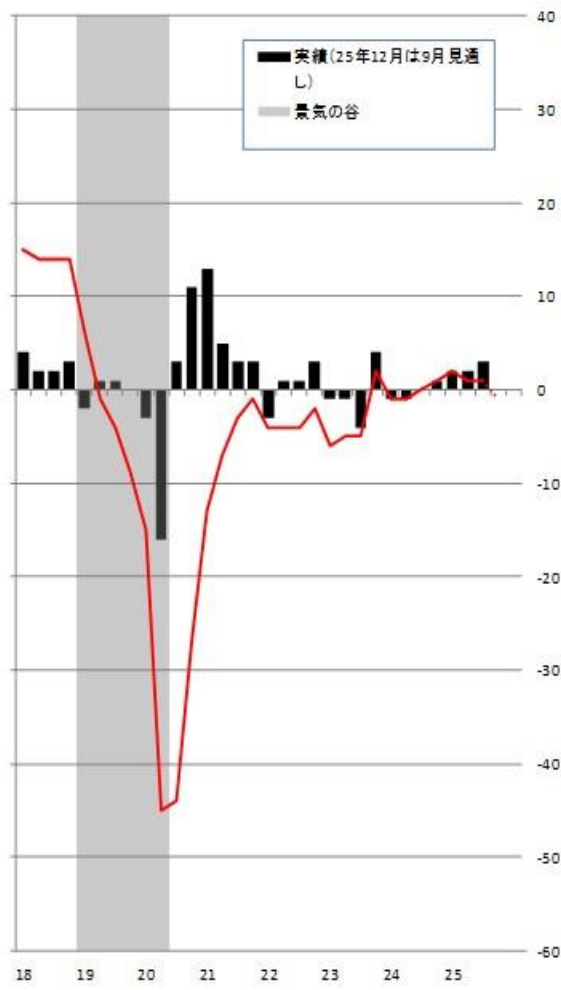
1-2③. 短観 業況判断 中小企業製造業はゼロ近傍での横ばい圏内。

日銀短観・業況判断D.I.(製造業)

(2) 製造業(中小企業)



(「良い」-「悪い」構成比%ポイント)



改善



悪化



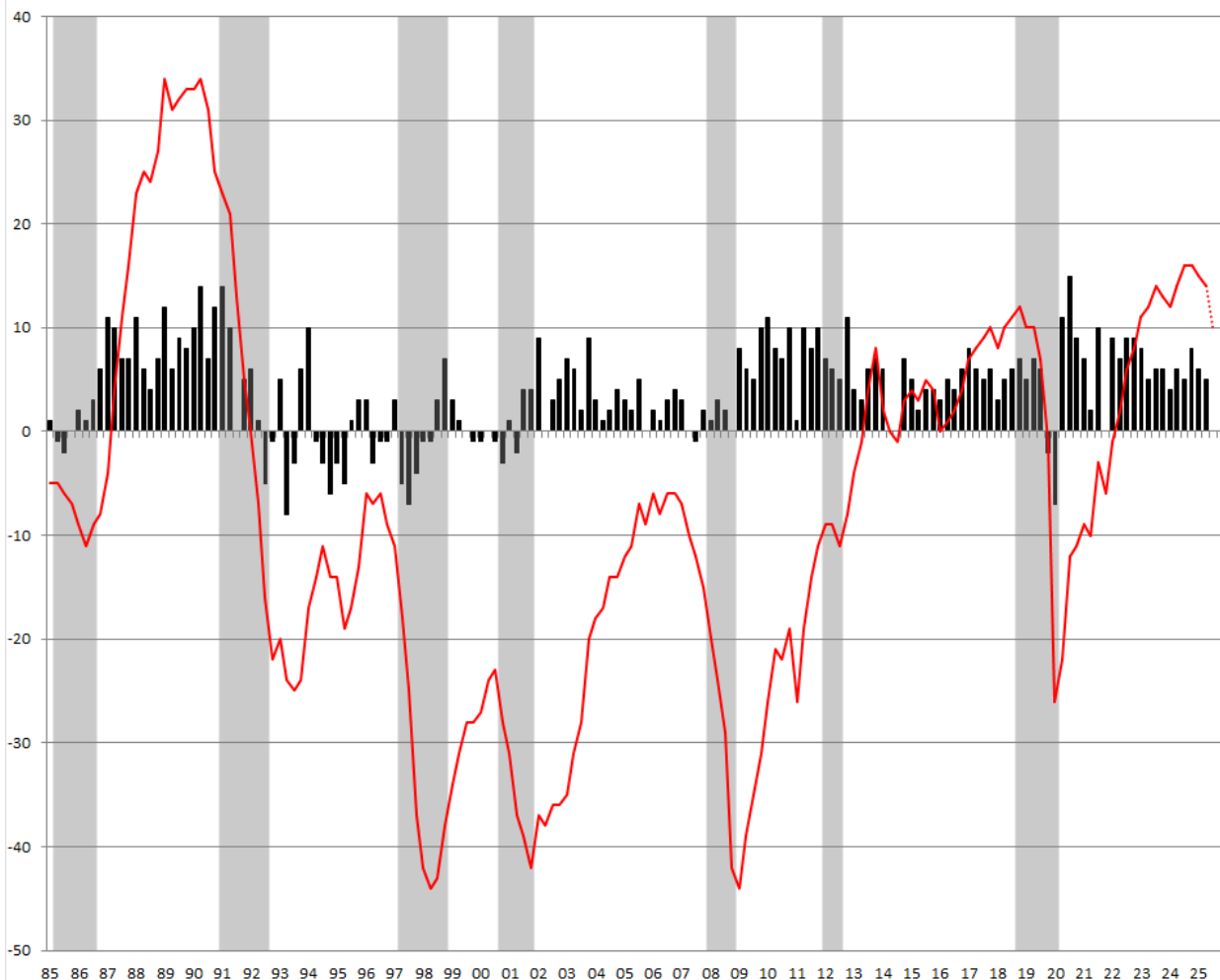
1-2④. 短観・業況判断 中小企業非製造業は前回比やや低下したが高水準。

前回から大きな変化なし。横ばい圏内の穏やかな景況感が続いている。

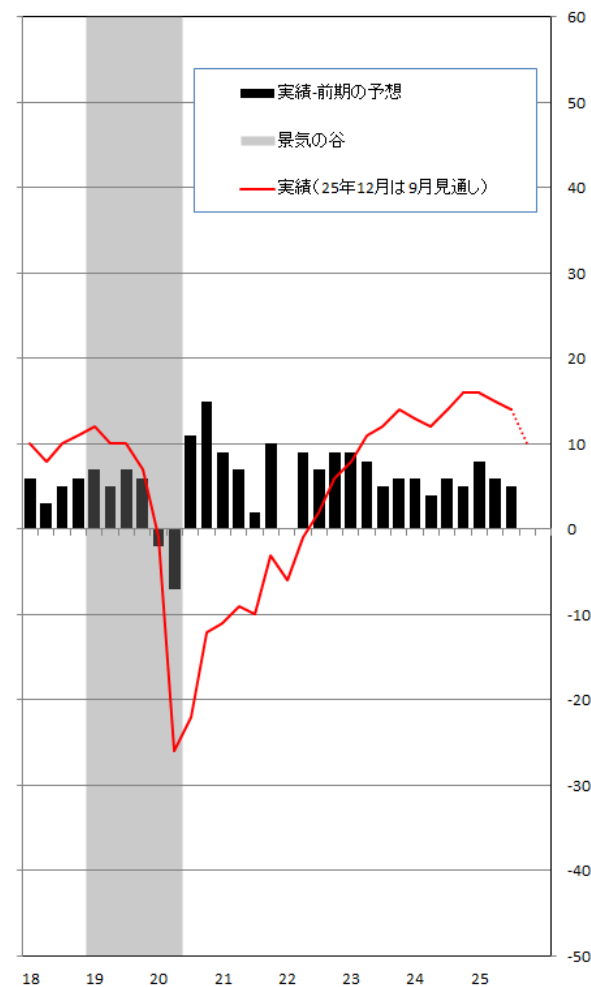
日銀短観・業況判断D.I.(非製造業・中小企業)

非製造業(中小企業)

(「良い」-「悪い」構成比%ポイント)



(注2) 縦棒は、「当期実績-前期予想」(%ポイント)



(日銀短観、直近は2025年9月調査)

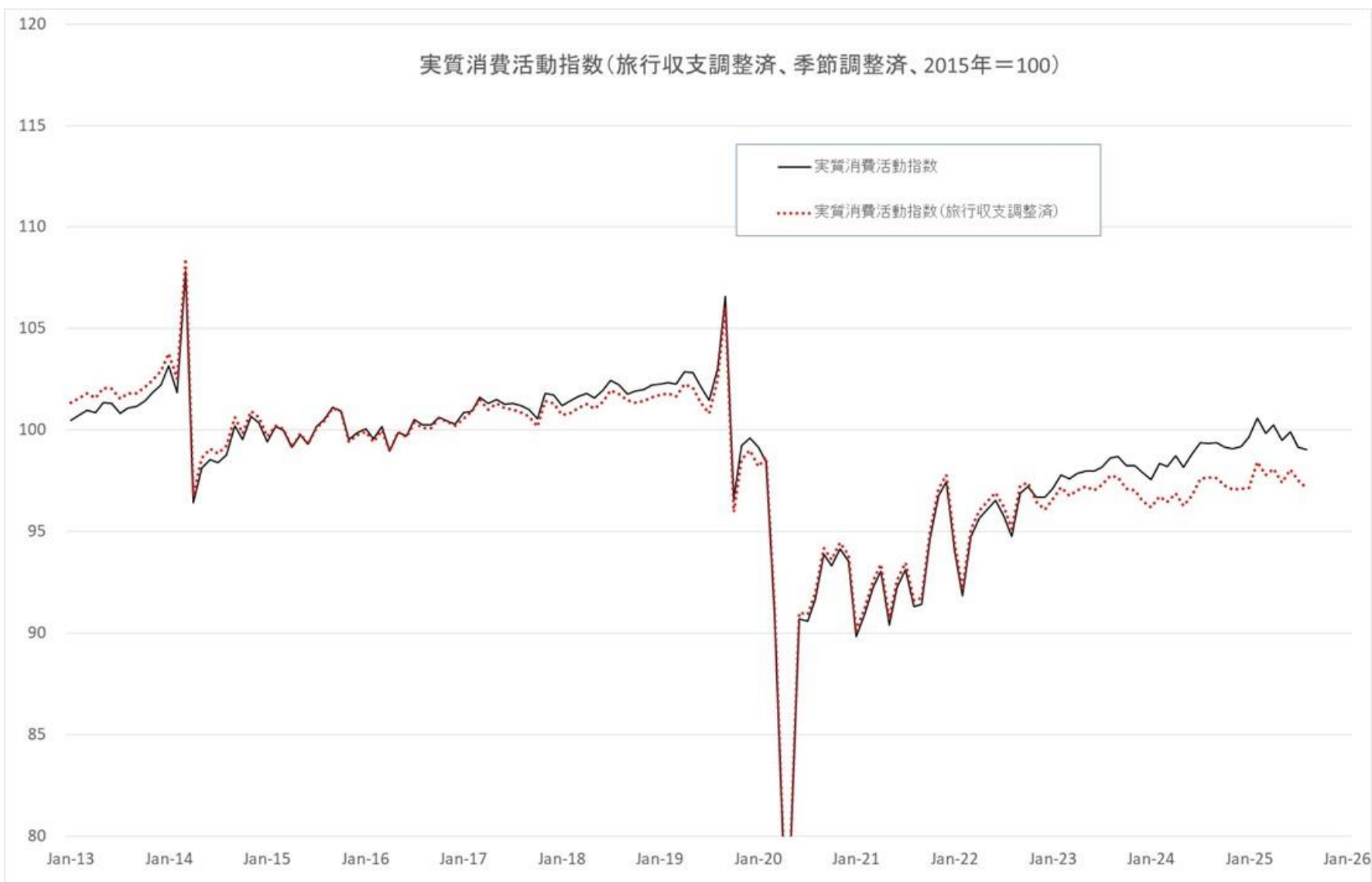
1－3.地域経済報告(10月さくらレポート)

	2025年4月判断	前回との比較	2025年7月判断	前回との比較	2025年10月判断
北海道	一部に弱めの動きがみられるが、持ち直している	➡	一部に弱めの動きがみられるが、持ち直している	↘	一部に弱めの動きがみられるが、緩やかに持ち直している
東北	持ち直している	➡	持ち直している	➡	持ち直している
北陸	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している
関東甲信越	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している
東海	緩やかに回復している	➡	緩やかに回復している	➡	緩やかに回復している
近畿	一部に弱めの動きがみられるものの、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きがみられるものの、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きがみられるものの、緩やかに回復している
中国	緩やかな回復基調にある	➡	緩やかな回復基調にある	➡	緩やかな回復基調にある
四国	緩やかに持ち直している	➡	緩やかに持ち直している	➡	緩やかに持ち直している
九州・沖縄	一部に弱めの動きがみられるが、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きがみられるが、緩やかに回復している	➡	一部に弱めの動きがみられるが、緩やかに回復している

(注) 前回との比較の「↘」、「↗」は、前回判断と比較して景気の改善度合いまたは悪化度合いが変化したことを示す(例えば、改善度合いの強まりまたは悪化度合いの弱まりは、「↗」)。なお、前回判断と比較して景気の改善・悪化度合いが変化しなかった場合は、「➡」となる。

1-4①. 実質消費指数(季節調整済、2015年=100)

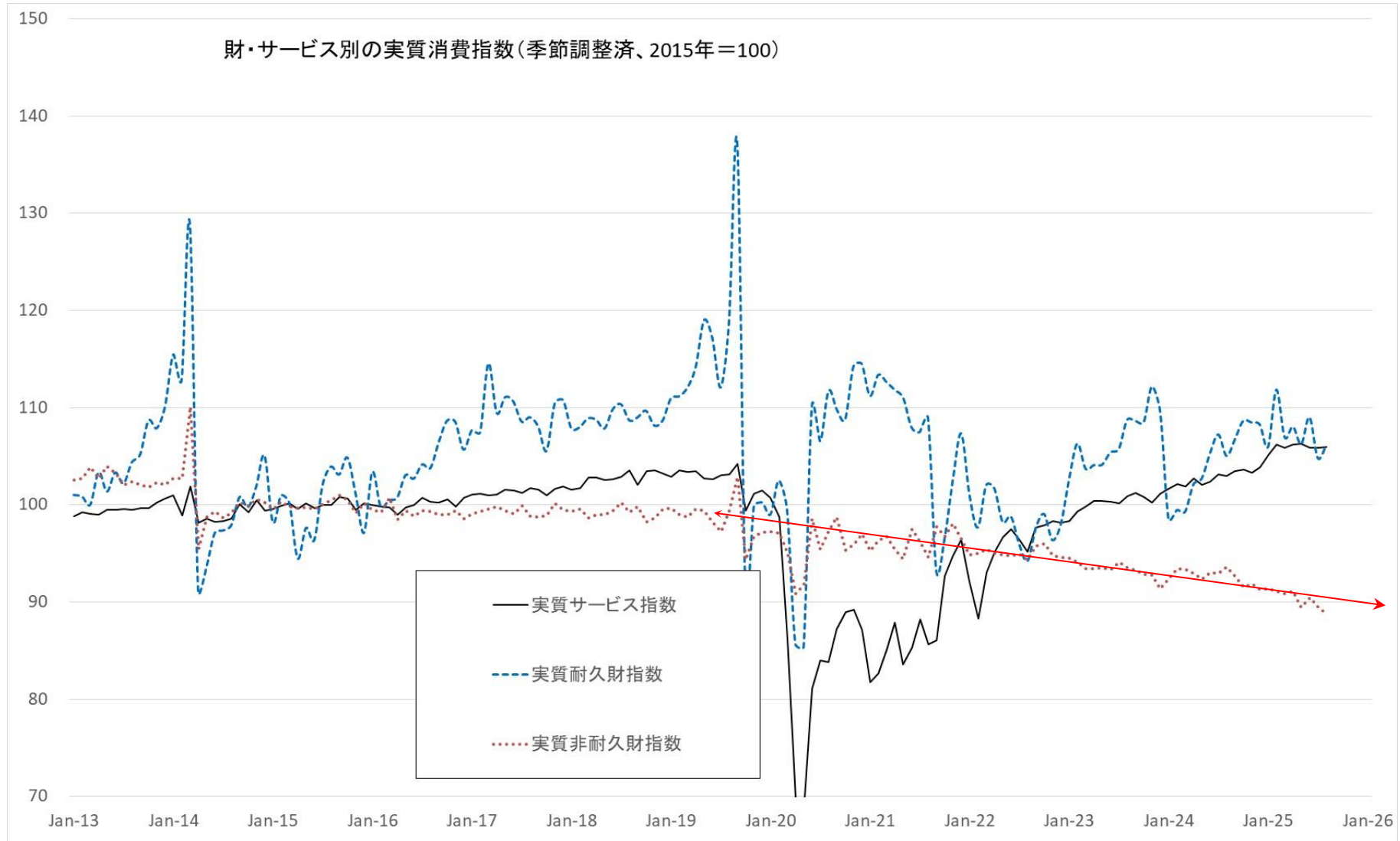
- 個人消費は、この春頃から足踏み状態～やや減速。



(注) 直近2025年8月

1-4②. 財・サービス別の実質消費支出(2015年=100)

- サービス消費は高原状態。耐久財はピークアウト感。
非耐久財は物価上昇に伴う実質所得減から引き続き長期トレンド的な弱い動き。



(注)直近2025年8月

1-5①. 景気ウォッチャー調査(現状水準、先行き方向性、季節調整済)

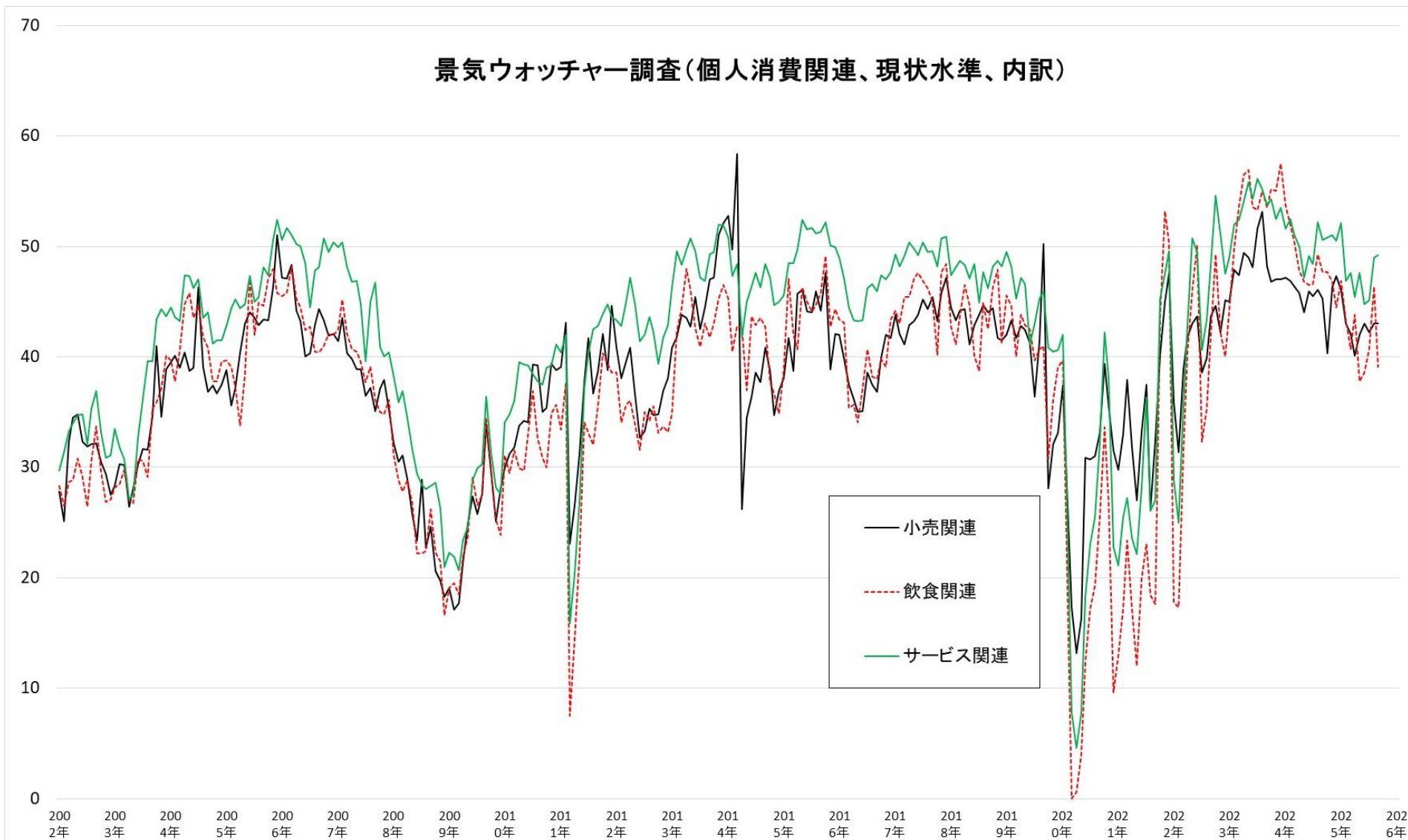
短観に比べて中小零細企業のマインドは、引き続き振れを伴いつつ低下方向。



(注)直近は2025年9月

1-5②. 景気ウォッチャー調査、小売・サービス(分野別、現状水準、季節調整済)

● 個人消費関連の動きは、振れを伴いつつ、全体として弱い動き。



(注)直近は2025年9月

1-6. 生産関係指標～総じて横ばい圏内の鈍い動き

(1) 鉱工業生産～横ばい圏内の動き

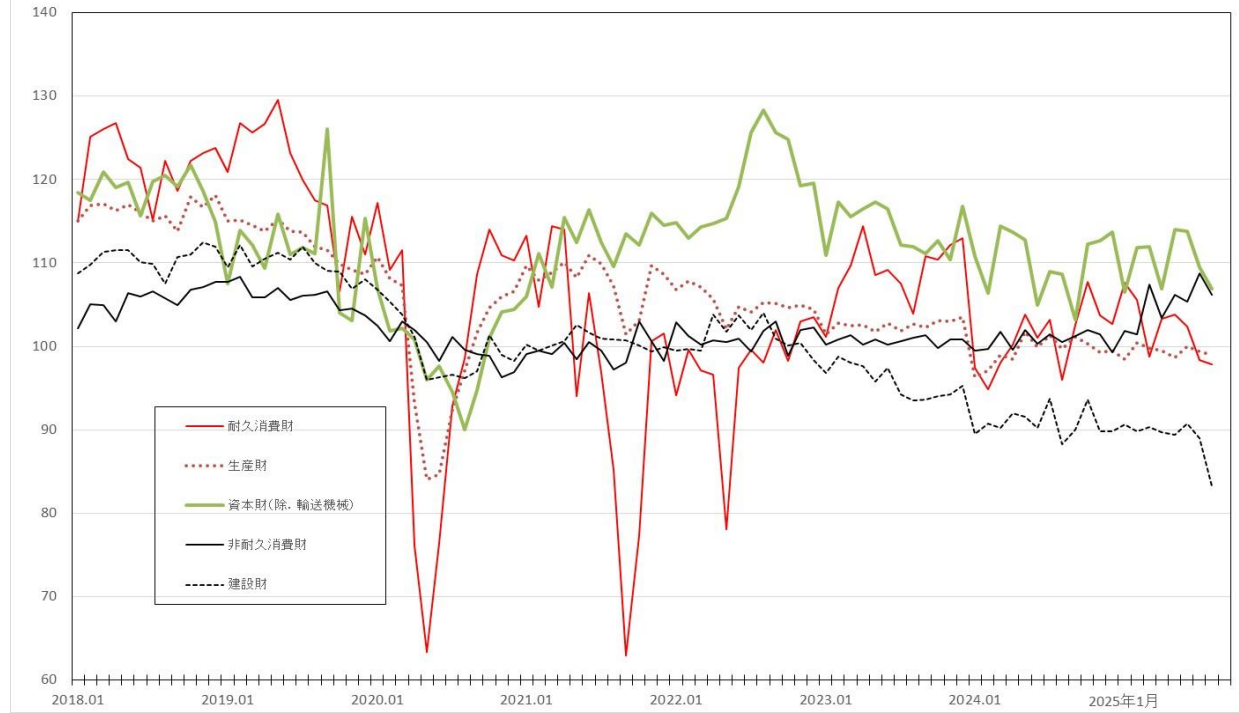


(3) 資本財出荷～振れを伴いつつ横ばい



(2) 鉱工業生産～財別

生産財、資本財は横ばい。
非耐久消費財は堅調。
耐久消費財は弱め。
建設財は大きく低下。



1-7①. 実質輸出入

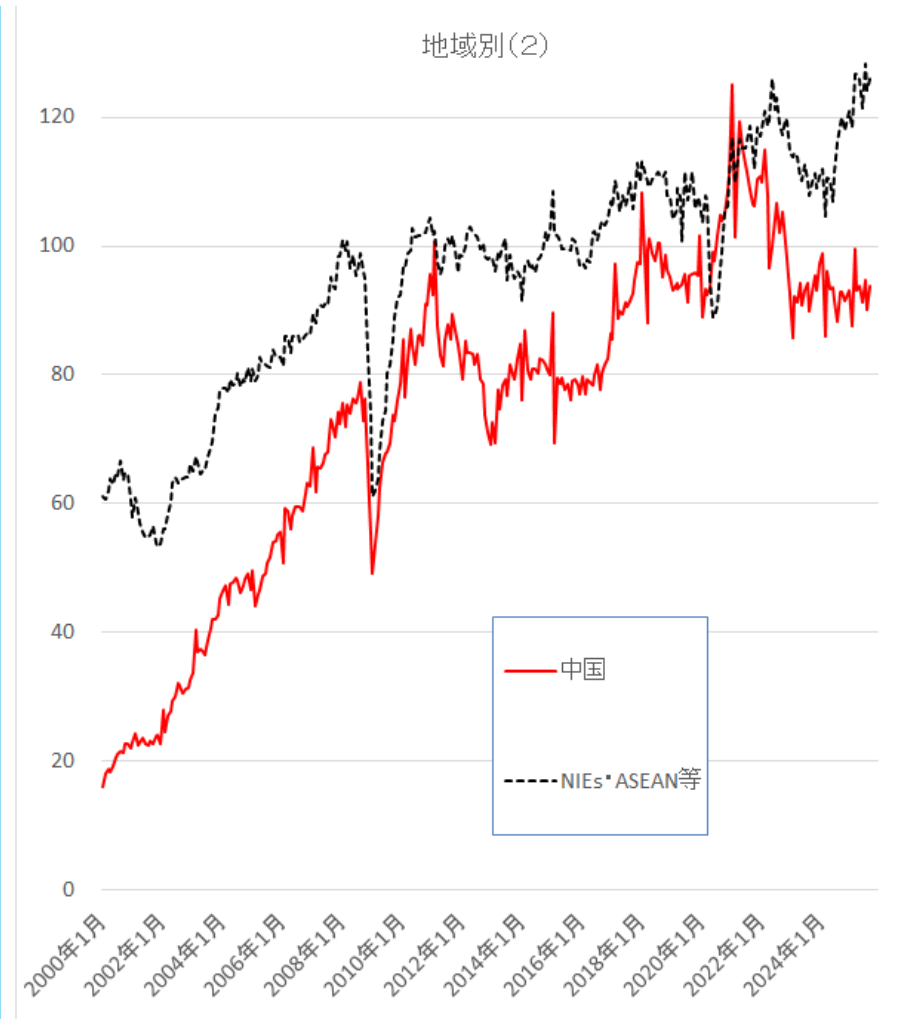
- 輸出は、2月ピークの駆け込みのあと、やや弱めの動き。輸入は総じて横ばい圏内の弱めの動き。



(注)直近は2024年8月

1-7②. 実質輸出(地域別)

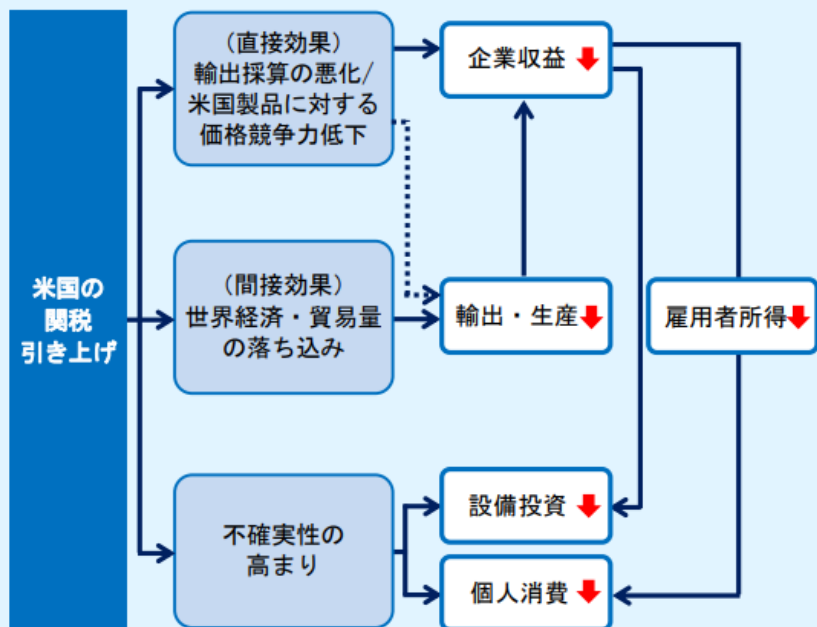
● 米国向けは駆け込み輸出の後、反動減。EU、中国向けは横ばい圏内。アジア向けは伸びている。



(注) 直近は2024年8月

1-7③(日銀展望レポート7月BOX1)各国の通商政策の動きとその影響

図表B1-2：関税政策の影響の3つの経路



図表B1-3：米国向け自動車輸出物価

①水準



②前年比および変動要因

(前年比、%)



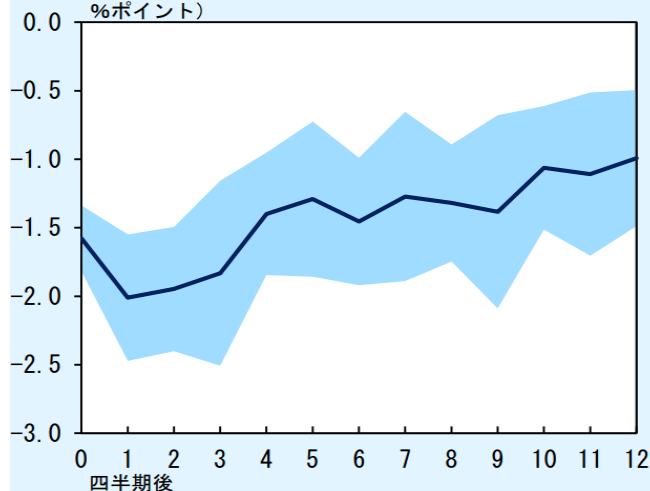
(出所) 日本銀行、財務省

(注) 1. 輸出単価は、米国向け乗用車の値。輸出物価は、北米向け乗用車の値。
2. 輸出物価 (契約通貨建て) 要因は、輸出物価の契約通貨建て指数の変動により説明される部分。為替要因は、輸出物価の円建て指数と契約通貨建て指数の乖離から算出。

図表B1-5：世界貿易量減少の影響

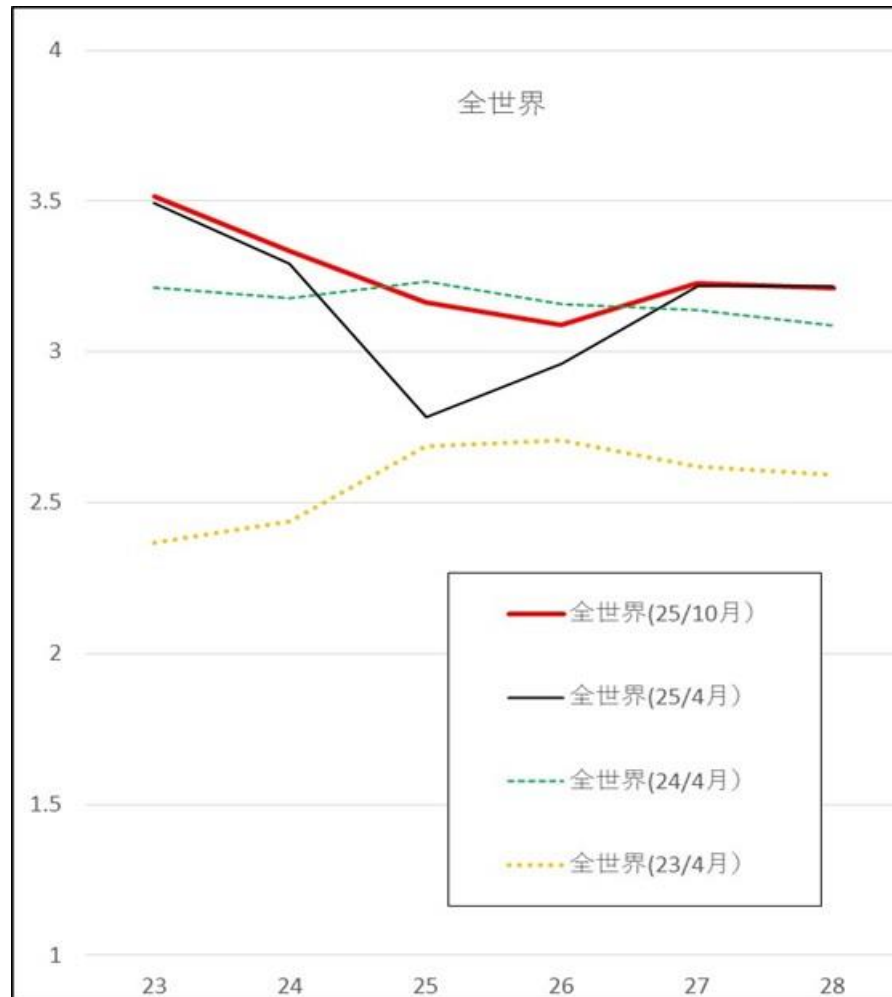
①実質財輸出への影響

(世界貿易量前期比-1%ショックに対する累積影響、%ポイント)

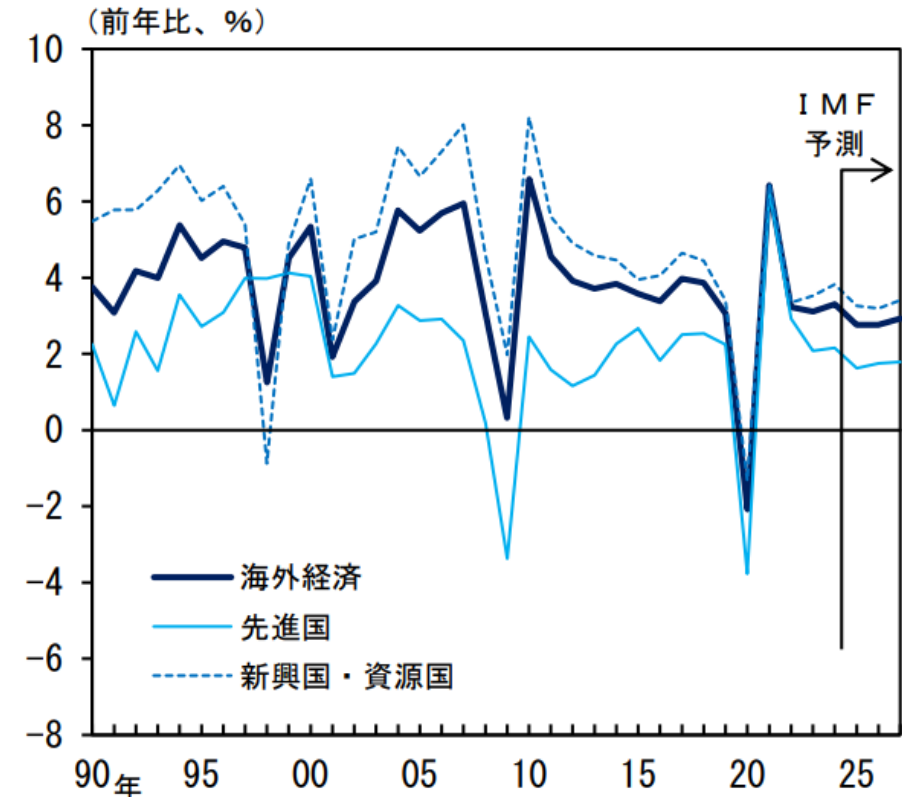


1-8. 世界経済見通し

IMFの世界経済見通し(2025/10月)は、4月の暫定的な見通しを大幅上方修正、26年までは影響が残るが、27年には定常状態に復帰の見通し。トランプショックの影響は限定的だったとの見方。



(注)IMF WEO(2025/10月)



(出所) IMF、財務省

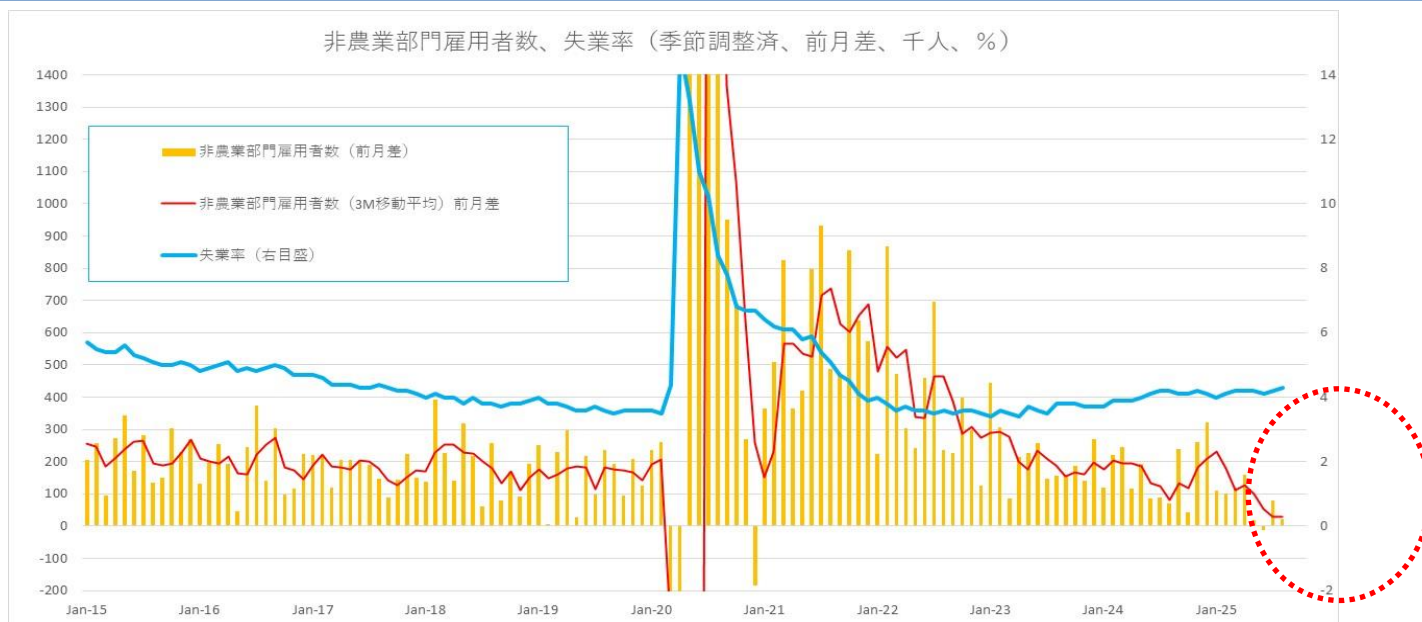
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2025年以降はIMF予測(2025/4月および7月時点)。
先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

(注)日銀展望レポート(2025/7月)

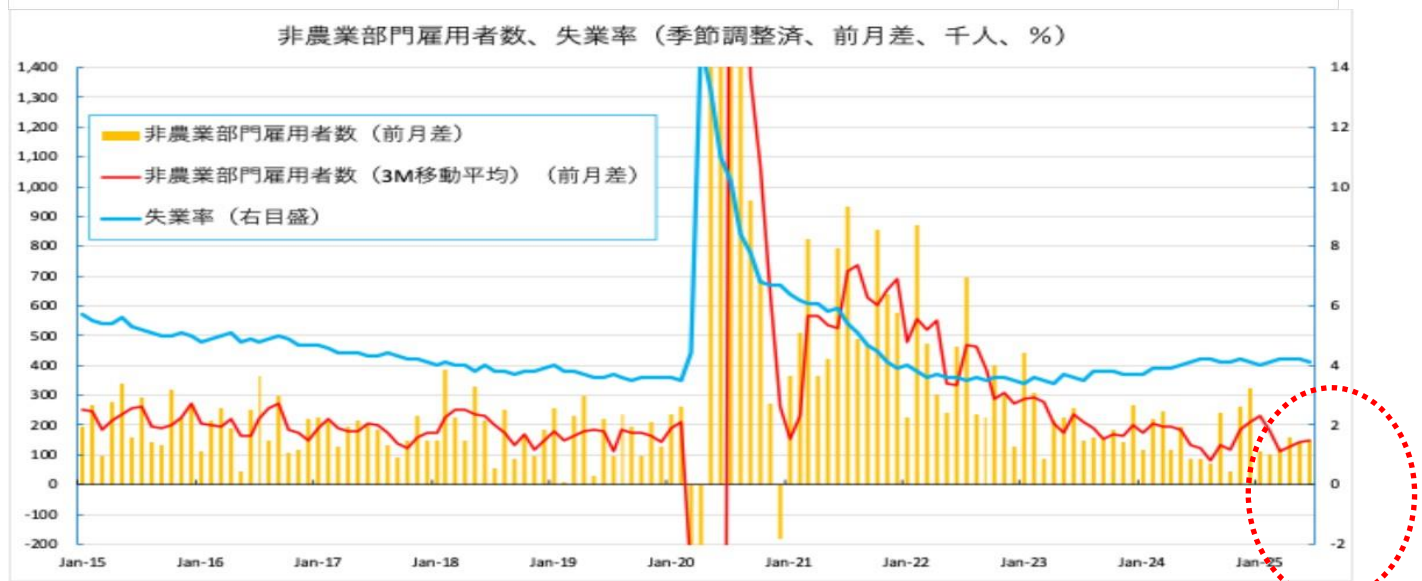
1-9. 米国雇用統計(非農業部門雇用者数)

- 雇用統計は6月速報時までソフトランディング展望だったが、7月速報時に大幅下方修正、景気失速示唆へと大きく変容。金融市場のセンチメントは大きく転換。FEDも9月利下げ時に雇用失速懸念を示唆。現在公表停止中。

2025年8月



2025年6月

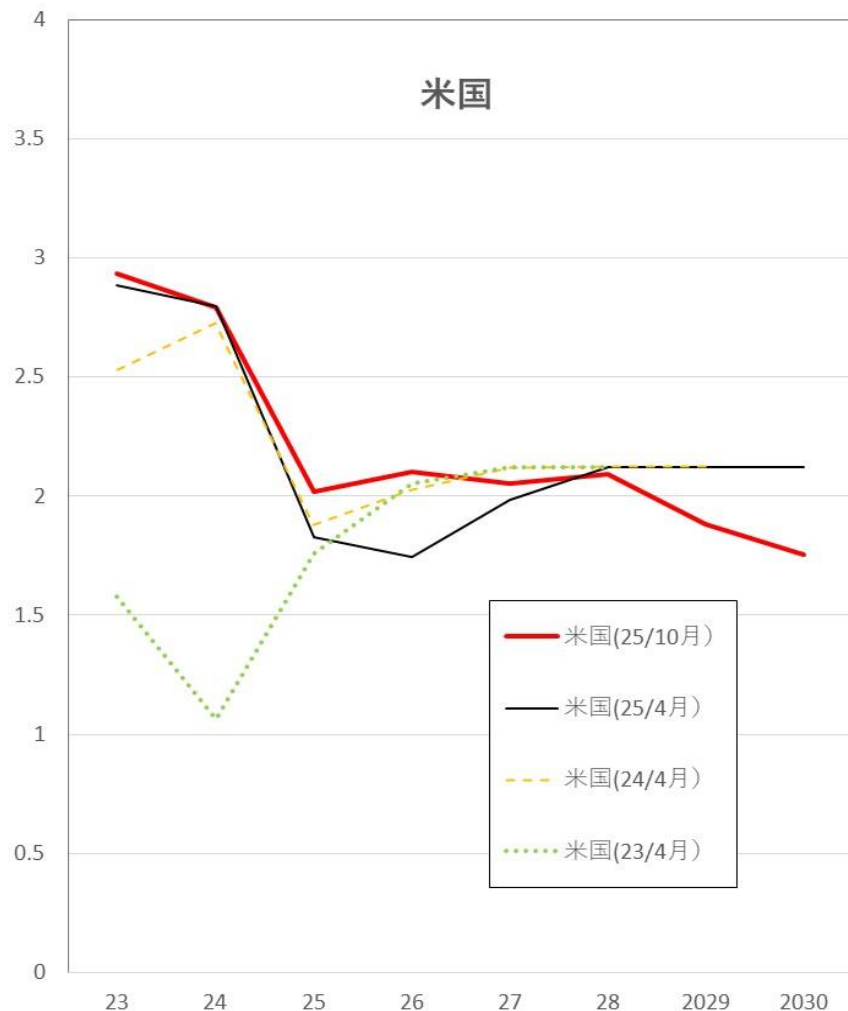


(資料)BLS 最新は2025年8月。なお9月はBLSの業務停止により公表停止中。

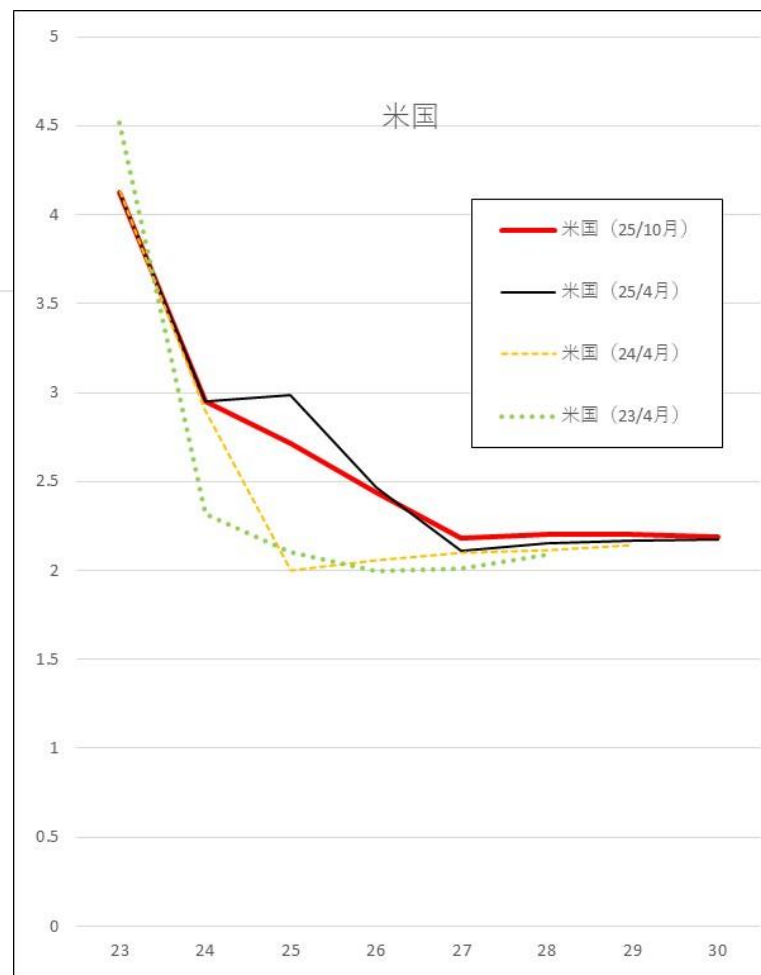
1-10. IMF世界経済見通し(米国、2025年10月、前年比%)

米国は、2025年～26年にかけて、トランプショックの影響を見直して上方修正し、+2%を超える成長を予想。ただし、29年以降は成長率見通しを引き下げ。物価は、26年まではやや影響が残るが、27年以降は概ね2%台前半で落ち着く見通し。

GDP



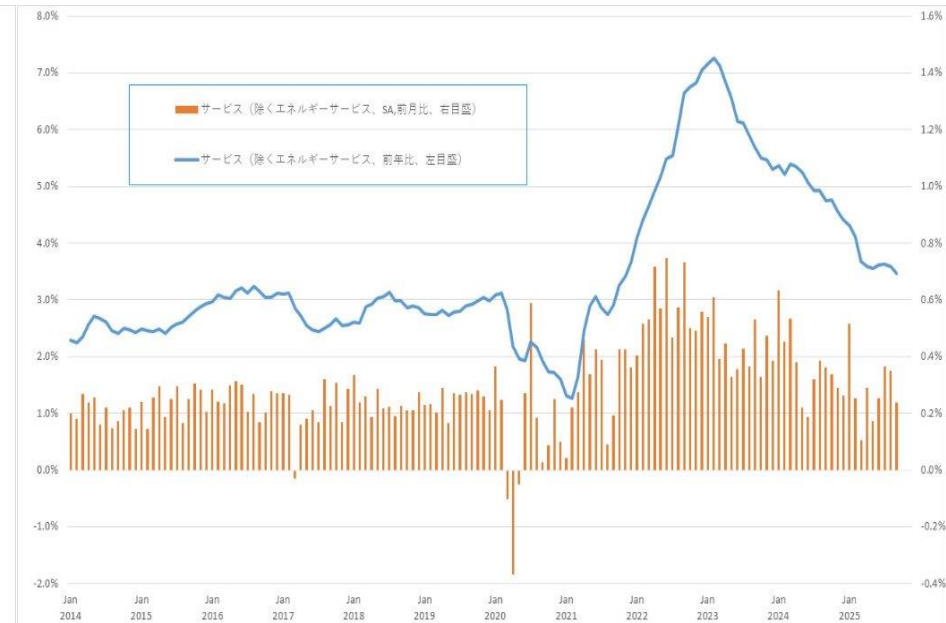
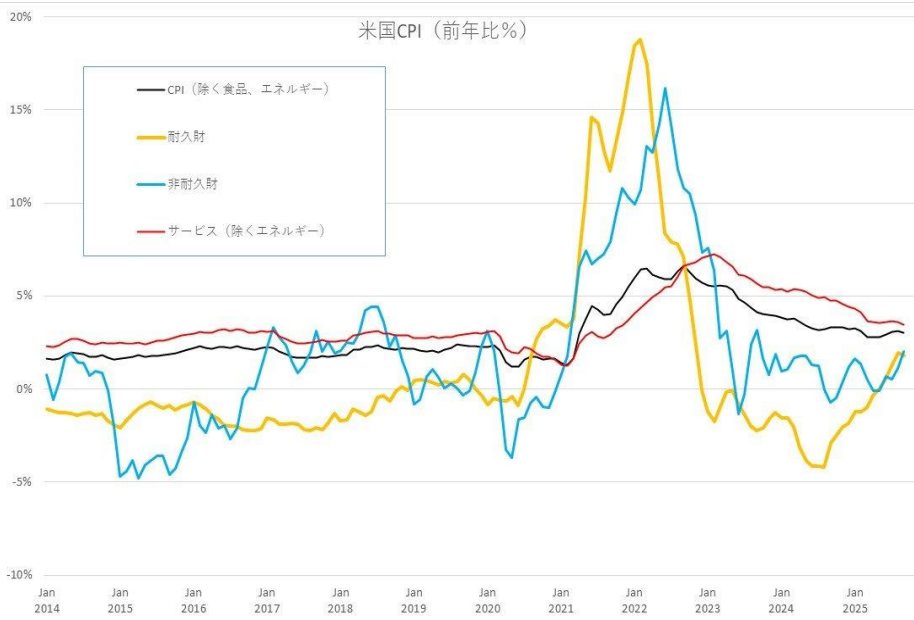
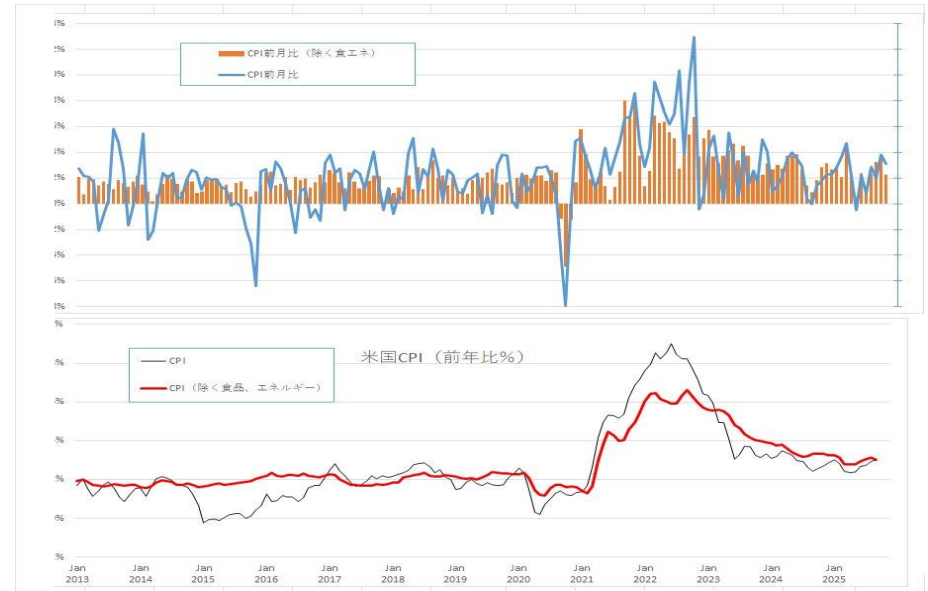
CPI



(資料)IMF World Economic Outlook 2025年10月

1-11. 米国CPI

- 9月CPIは前年比3.0%（前月比+0.3%）とやや高めの伸び
- 財サービス別にみても総じて落ち着いた動き。関税問題に伴う影響はまだみられない。
- CPIサービス（前月比）は、9月+0.2%台とは少し落ち着いている。



（資料）BLS 最新は2025年9月。

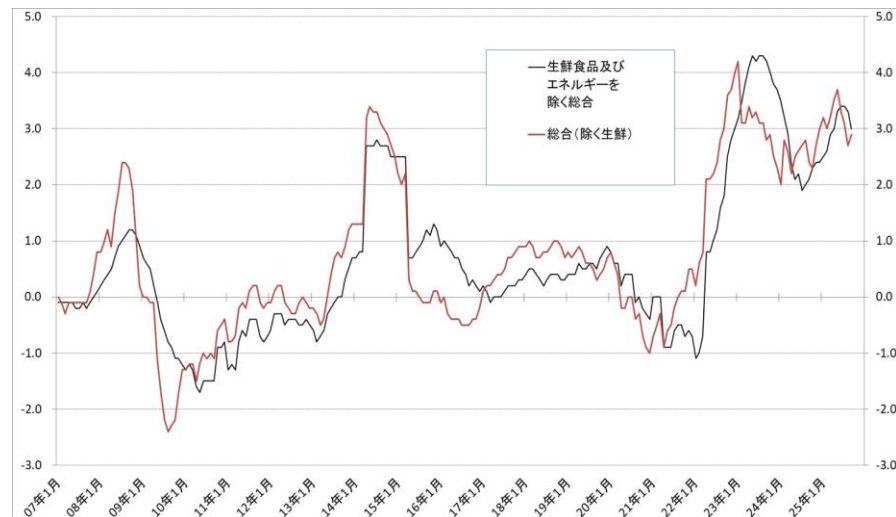
2-1. 消費者物価

●CPIは、コアはやや低下、コアコアは高止まり。CPI(全国<除く生鮮>前年比)25年9月は、+2.9%と前月からやや上昇(前月+2.7%)。コアコア(除く生鮮、エネルギー、前年比)は、+3.0%(前月+3.3%)やや低下。

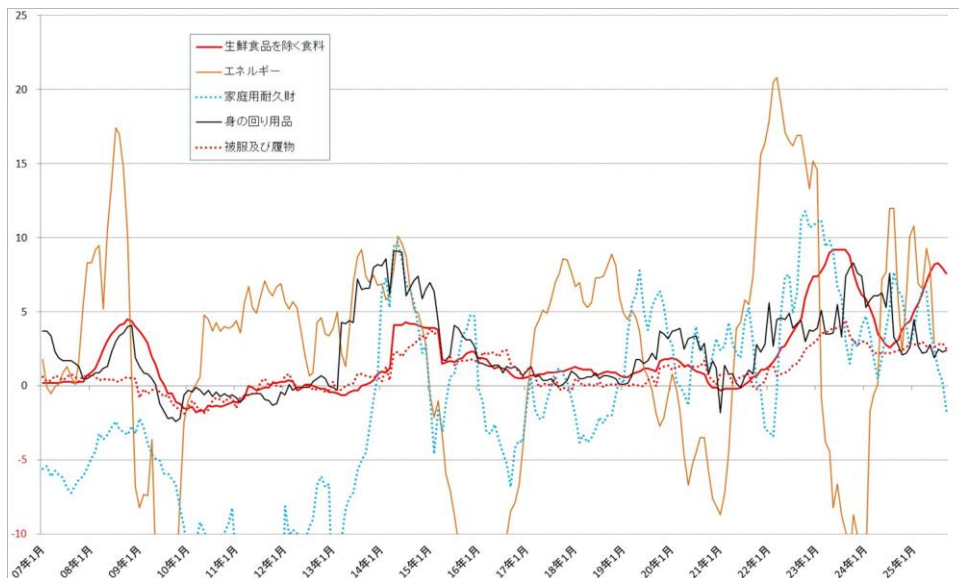
●耐久財は上昇。サービス関係は緩やかに上昇。

●サービス価格(持家の帰属家賃を除く)は、振れを伴いつつ、緩やかな上昇基調が継続。

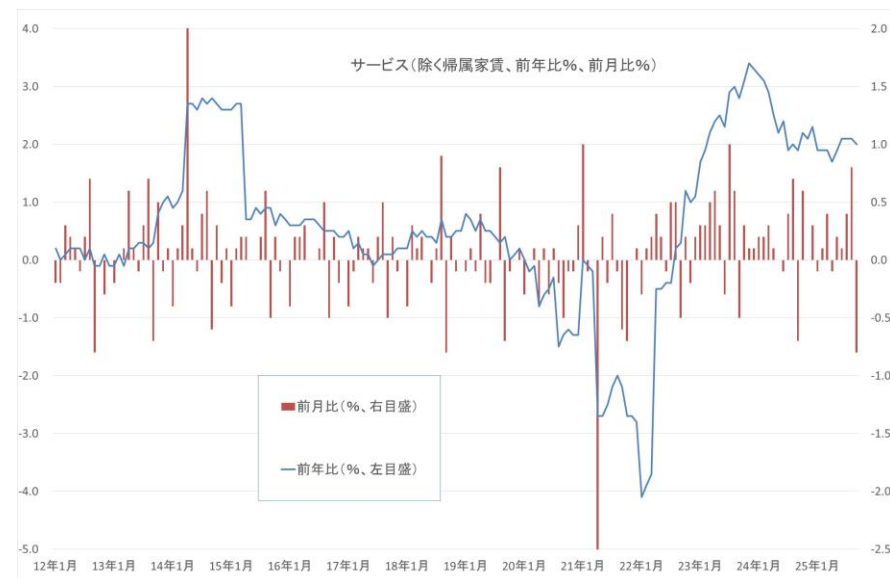
(1)コアCPI、コアコアCPI



(2)CPI内訳(前年比)

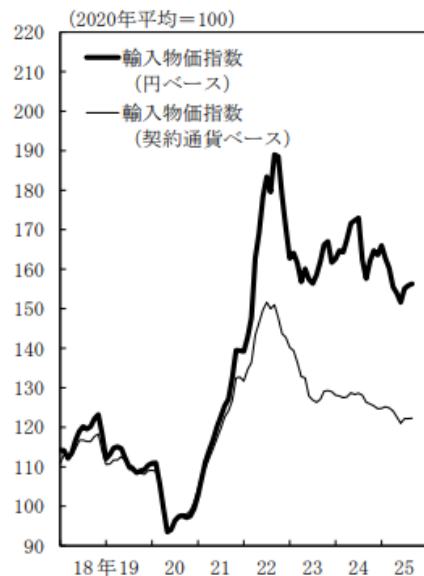


(3)CPI サービス(前年比、前月比)



2-2. 企業間物価～輸入物価は底入れ、サービスは緩やかに上昇。

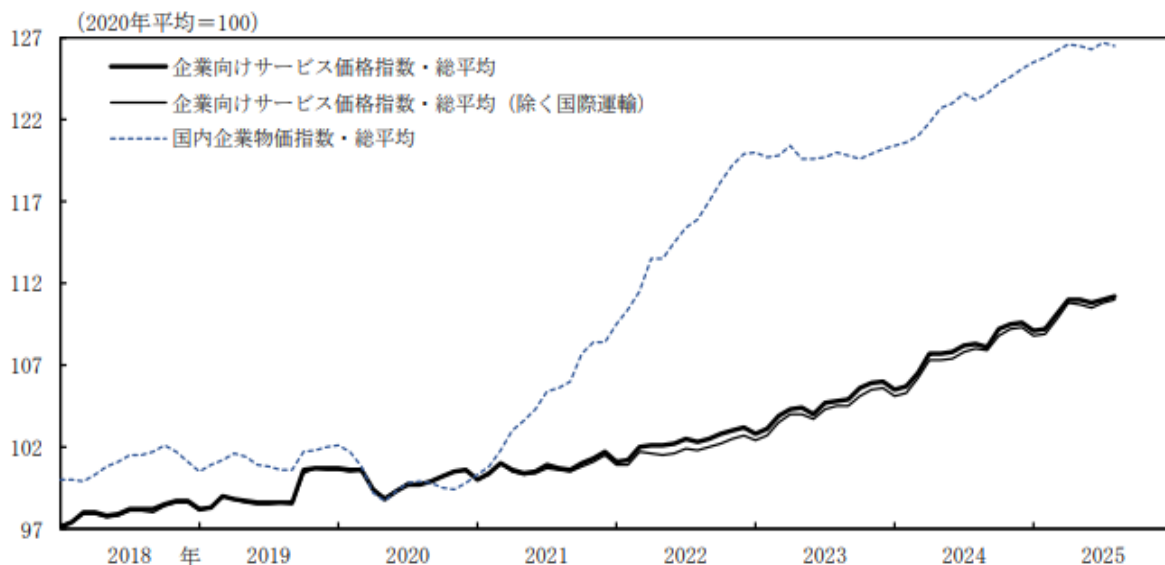
(1) 企業物価指数(輸入物価)



指数は2020年平均=100、%

	国内企業物価指数			輸出物価指数				輸入物価指数				(参考)
	前月比	前年比	(参考) 夏季電力 料金調整後	円 ベース		契 約 通 貨 ベース		円 ベース		契 約 通 貨 ベース		為替相場
			前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	ドル/円	
2025年 1月	0.3	4.2	0.3	1.2	4.3	0.2	0.7	1.5	2.1	0.1	-2.6	1.8
2月	0.2	4.3	0.2	-1.3	1.5	0.4	1.0	-1.9	-1.2	0.3	-2.1	-2.9
3月	0.3	4.3	0.3	-1.1	-0.3	-0.1	0.3	-1.6	-2.5	-0.2	-2.0	-1.8
4月	0.3	3.9	0.3	-1.9	-4.3	0.0	-0.4	-2.9	-7.3	-0.6	-2.8	-3.2
5月	-0.1	3.1	-0.1	-0.9	-6.6	-1.1	-1.6	-1.0	-10.3	-1.2	-4.7	0.2
6月	r -0.1	r 2.8	r -0.1	0.1	-7.2	r -0.1	r -1.9	r -1.5	r -12.0	r -1.3	r -5.7	-0.1
7月	r 0.2	2.5	r 0.1	1.6	r -5.8	0.4	r -1.4	r 2.3	-10.3	1.0	-5.0	1.5
8月	-0.2	2.7	-0.2	r 0.4	r -0.2	r 0.2	r -0.9	0.5	-3.9	0.0	-4.6	0.7
9月 速 報	0.3	2.7	0.3	0.4	2.1	0.1	-0.2	0.3	-0.8	0.1	-3.2	0.2
9月指数	126.9		126.7	137.9		112.1		156.3		122.3		148.0

(2) 企業向けサービス価格



		(参考) 総平均 (除く国際運輸)		
		指数	前年比	前月比
2022 年		101.8	1.2	-
2023 年		104.2	2.4	-
2024 年		r 107.5	r 3.2	-
2024 年	7月	r 107.8	r 3.4	r 0.4
	8月	r 108.0	r 3.3	r 0.2
	9月	r 107.9	r 3.3	-0.1
	10月	r 108.8	r 3.5	r 0.8
	11月	r 109.2	r 3.5	0.4
	12月	r 109.3	r 3.5	0.1
2025 年	1月	r 108.8	r 3.5	r -0.5
	2月	108.9	r 3.4	r 0.1
	3月	109.8	r 3.4	0.8
	4月	r 110.8	r 3.3	r 0.9
	5月	r 110.7	r 3.2	-0.1
	6月	r 110.5	r 2.9	-0.2
	7月	r 110.8	r 2.8	0.3
8月 速 報		111.0	2.8	0.2

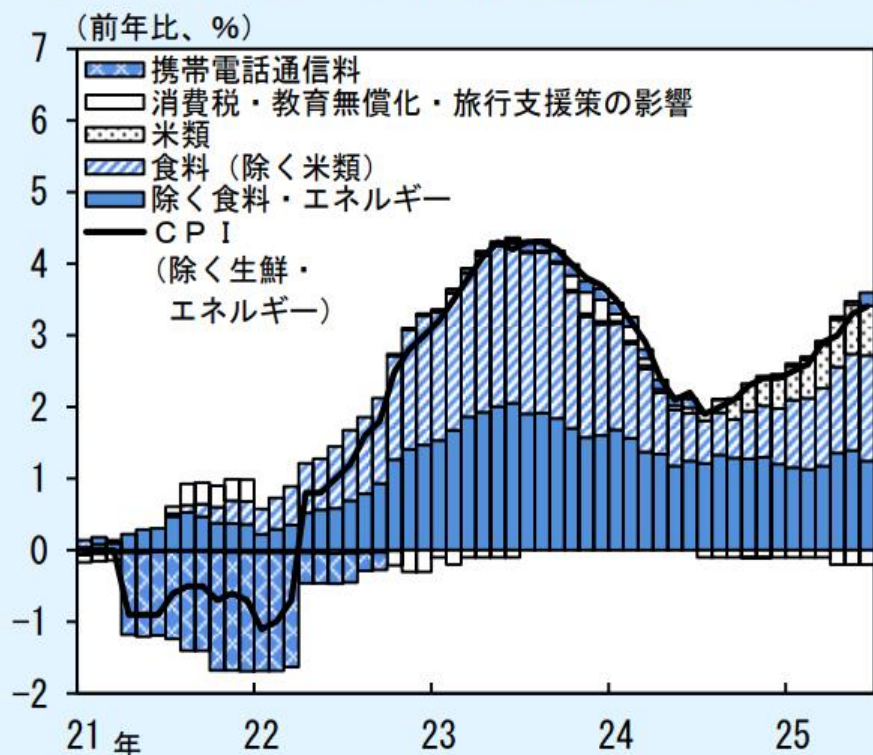
2-3.「日銀展望レポート7月（BOX3）最近の食料品価格上昇の背景とその影響」より

CPIは前年比+3%台の上昇。このうちCPI（除く食料・エネルギー）は+1%台半ばで安定。

一方、コメ、食料品等がCPI全体の上昇をけん引。コメの価格上昇・高止まりは過去例を見ない異常な状況で、供給ショックだけでなく、需要サイドその他制度要因も影響か。

先行きは食料品等も年度後半にかけて伸びが鈍化していくと想定。

図表B3-1：食料品価格と消費者物価

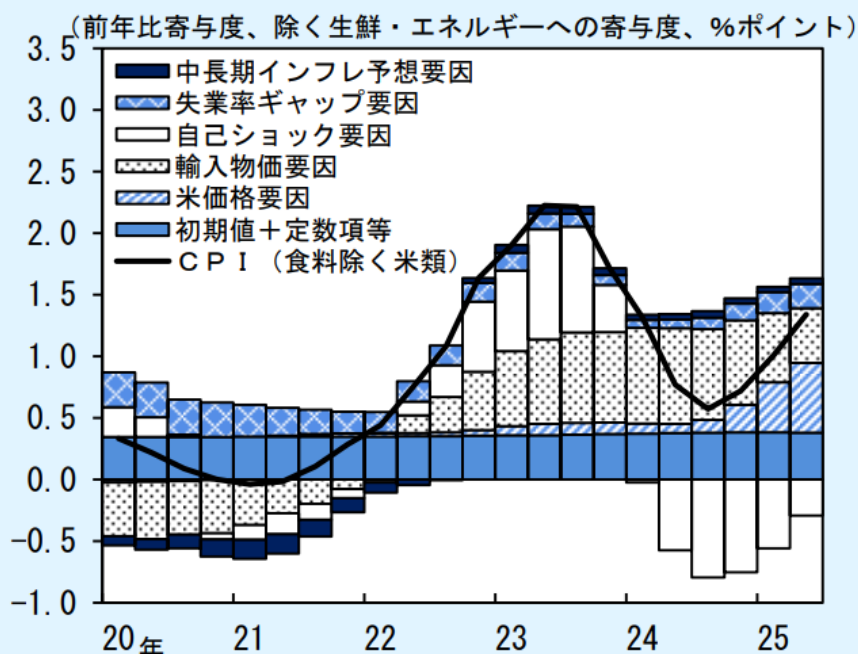


(出所) 総務省

(注) 1. 食料（除く米類）は、生鮮食品・酒類を除く。

2. 消費税・教育無償化・旅行支援策の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表B3-2：米類を除く食料品価格の動向

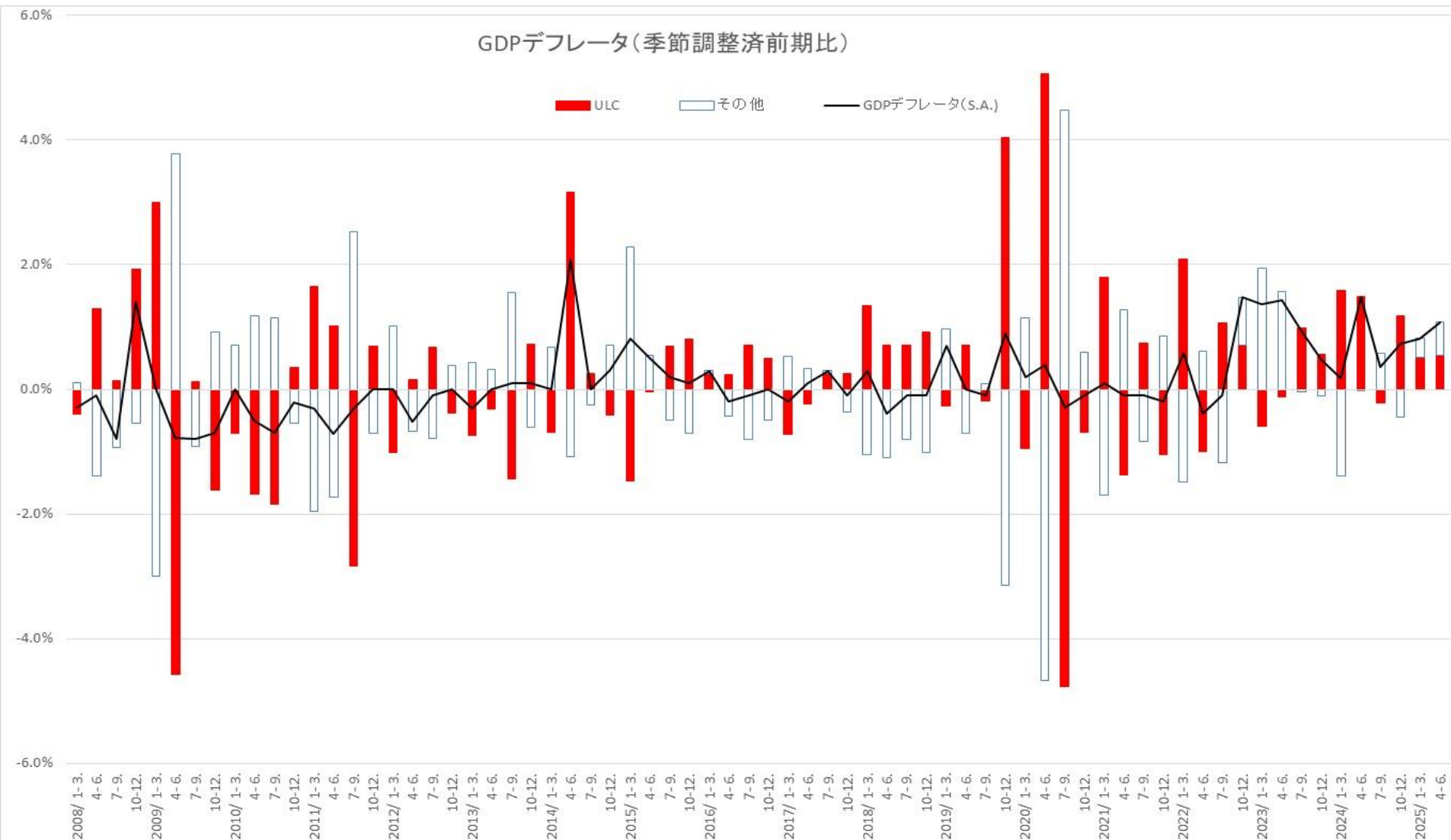


(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、JCER「ESPフォーキャスト調査」

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げの影響を除く。食料は、生鮮食品・酒類を除く。
 2. 輸入物価（飲食料品、円ベース）、CPI米類、CPI食料除く米類、失業率ギャップ、中長期インフレ予想の5変数VAR。失業率ギャップ、中長期インフレ予想の2025/2Qの値は、直近値で補完。ショックの識別は、上記の順のコレスキー分解。ラグは2期、推計期間は2000/1Q～2025/2Q。

2-4. GDPデフレーター(前期比、S.A.)

- 2025年4-6月のGDPデフレーター(2次QE)は、ユニットレーバークスト、UPともにプラス寄与。



(注) 直近は2025年4-6月2次QE

2-5. 日銀における物価概念の変遷

- 日銀の「物価安定の目標」となる物価概念は、これまで様々な事情から変遷してきた。現在の植田総裁の「基調的インフレ」概念も徐々に変化している。

【CPI・コアCPI】

【CPI(コアコア)】

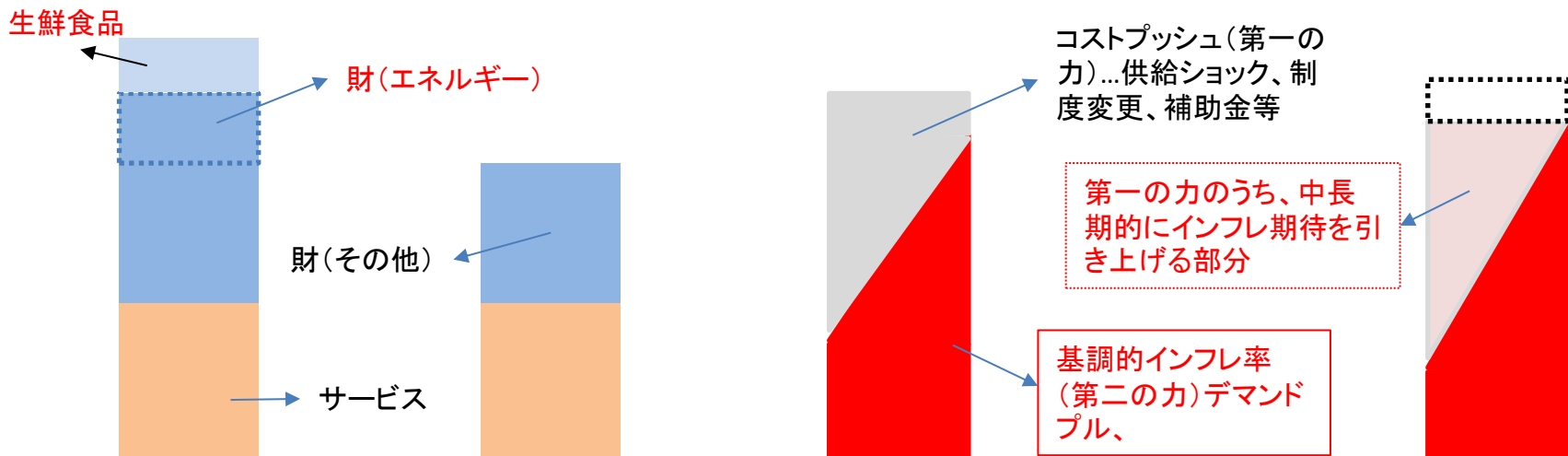
(エネルギーを除く)

【基調的インフレ】

(第一の力を除去)

【基調的インフレ α 】

(第一の力の一部を加味)



- 物価は、統計として確立し把握手段が確立している消費者物価指数(CPI)を軸に、短期的供給ショックによる価格変動の激しい生鮮食品を除くコアCPI(除く生鮮)を主として利用。

ただしエネルギー価格の激しい時期は、コアコア(除く生鮮、エネルギー)も併用された。

- 長いデスインフレが終わり円安等を背景にコストプッシュの物価上昇が激しくなる中で、基調的な物価動向を把握するために、コストプッシュ分を除く「**基調的インフレ率**」を新たに導入。
- 第一の力による物価上昇が長期化・連続多発する中で、第一の力による物価上昇の内、ベア等を通じて翌年以降の基調的インフレ率を引き上げる部分を加味する必要性を示唆。

(ご参考①)

金融研究所コンファレンス

「金融政策の新たな課題」

植田総裁の開会あいさつより

世界の金融政策は、通商政策を巡る不確実性の高まりや頻繁に生じるサプライショックへの適切な対応といった新たな課題に直面。

日本銀行は、今なお、金利のゼロ金利制約の存在を念頭に置きつつ、2%の物価安定の目標の持続的達成に取り組み続けている。

日本は21年まで強固なゼロインフレ均衡にあったが、22年以降、予想物価上昇率は上昇し、予想物価上昇率をゼロから引き上げることに成功したが、2%には至っていない。このため、今なお緩和的な政策スタンスを維持。

一方、日本のCPI前年比は、サプライショックの影響等から、最近では米欧より高い。

中央銀行は、サプライショックに対して、それが基調的な物価上昇率に影響するとみられない限り、その状況を見守るアプローチを採用。

日本では総合ベースでみた物価上昇率と基調的な物価上昇率との間に大きな乖離があり、諸外国と異なりこの乖離が長く継続。最近ではサプライショック等による影響が基調的な物価上昇率に影響を及ぼしている。

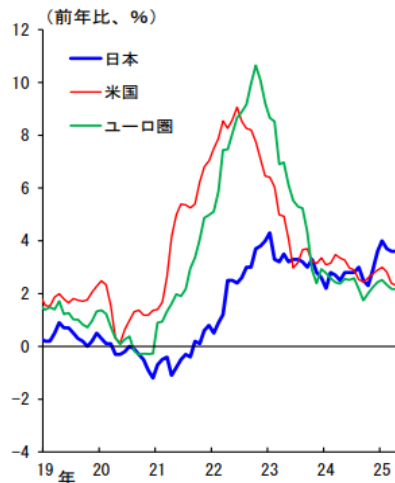
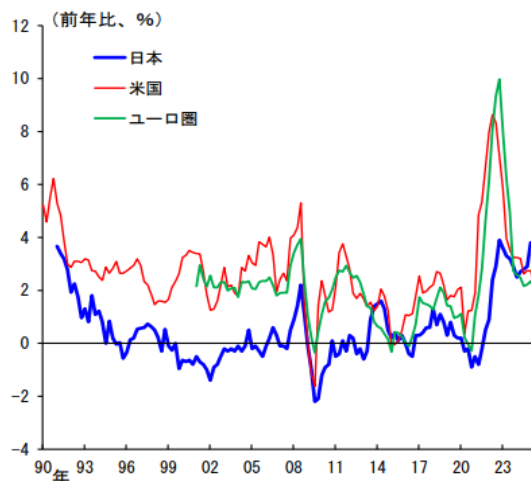
サプライショックが世界的により頻繁に生じるようになるにつれて、総合ベースでみた物価上昇率と基調的な物価上昇率の関係が、多くの中央銀行にとって主な焦点であり続ける。

トランプ関税も世界的なサプライショックの一つだが、その影響は基調的なインフレ率に影響を与える可能性もある。

日米欧の消費者物価上昇率

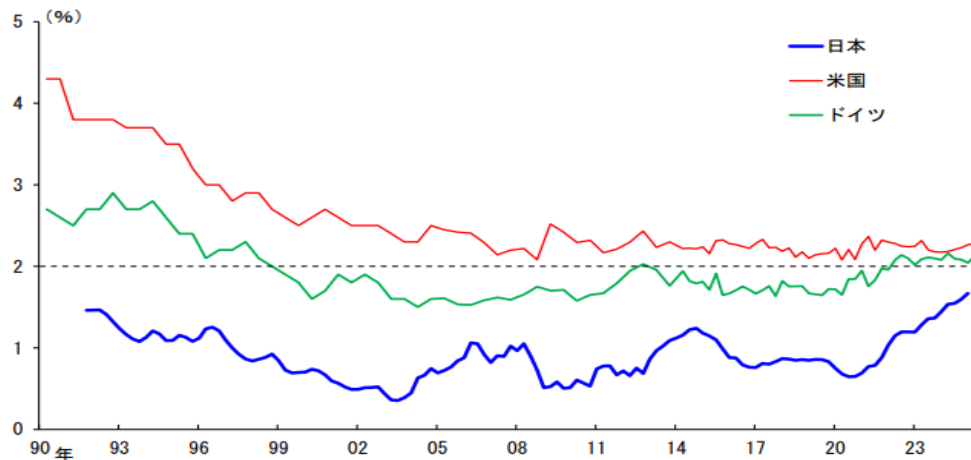
四半期

月次



(注) 日本はCPI（総合、消費税率引き上げの影響を除く）、米国はCPI（総合）、ユーロはHICP（総合）。25/20は、4月の値。
(出所) 総務省、HAVER

日米欧の中長期インフレ予想



(注) 中長期インフレ予想は、日本は合成予想物価上昇率（10年後）、米国・ドイツはコンセンサス・フォーキャスト（6～10年後）
(出所) Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、日本銀行

(ご参考②) 日銀・氷見野副総裁講演「最近の金融経済情勢と金融政策運営」(2025/9/2)より

- 日銀は、「基調的なインフレ率は年代には0%と1%の間あたりにあったが、最近では2%にかなり近づいてきている。ただ、2%に達しているとはまだ言えない。現実のインフレ率は高いが、一時的な要因の影響が収まるにつれ、いずれ落ち着いていく」との考え。
- 同時に、今回の講演では、現在の強いインフレ率の上昇には、「たまたま一時的な要因がなったのではなく、物価を上押しするような要因が存在している」という可能性を2点指摘。
 - (1)、「デフレ・ノルムの時代には、一時的な物価下押し要因の効き目が大きかったが、最近では、輸入物価の下落などの下押し要因が生じても影響に広がりは見られず、逆に、一時的な物価上押し要因が大きく効くようになってきている。これは、人手不足、価格設定や転嫁に関する企業や消費者の考え方の変化、インフレ予想の上昇などが下地にあるという仮説」
 - (2)「グローバルな環境がデフレ的なものからインフレ的なものになってきている」「地政学的な理由からグローバル化の巻き戻しが始まっており、国際分業によるコスト最小化が行いにくくなっている」「人口動態の変化により世界全体が人手不足の時代に入っている」「気候変動及びその対策のコストが増加している」等様々な世界的な構造変化を伴う議論。
- ただし、「これらの議論はかなり長い時間軸での話であり、それをどの程度足もとの情勢判断と結びつけてよいのかの見極めはやはり難しい」として、現段階はまだ参考程度。

(ご参考③)カンザスシティ連邦準備銀行主催シンポジウム パネルセッション「転換期の労働市場の政策的含意」より 植田総裁講演「人口減少下における日本の労働市場：ダイナミクスの変化とマクロ経済へのインプリケーション」

①わが国では、ゼロ%物価と経済停滞のなか、労働供給増加の構造政策の採用が、人口動態の変化による労働需給引き締め圧力を長らく覆い隠してきた。しかし大規模金融緩和の中、コロナ禍後の世界的なインフレ等からわが国でも物価が上昇した。

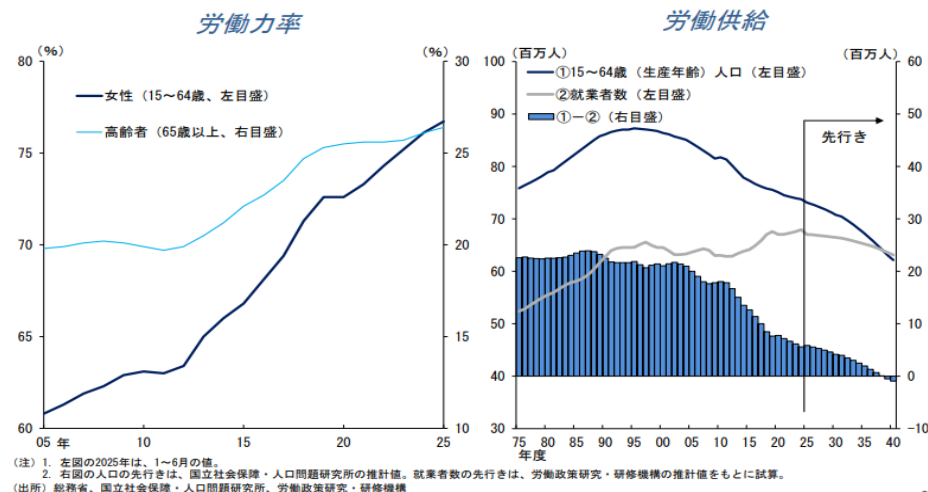
②生産労働人口の趨勢的な減少の中、労働力率は政策面の対応と社会的な変化等により、①女性の社会参加、②高齢者の雇用延長によって上昇してきたが、上限に。

③今後の更なる上昇には、①女性の正規雇用促進、②外国人労働力の活用が必要。

④賃金上昇率は、労働供給の増加とデフレ予想定着により、労働需給が引き締まる局面でも長年停滞。この均衡からの脱却にはコロナ禍後の世界的なショック(インフレ)が必要だった。これにより日本でもインフレ期待が定着し、賃金、物価の相互連関の動きが進行。

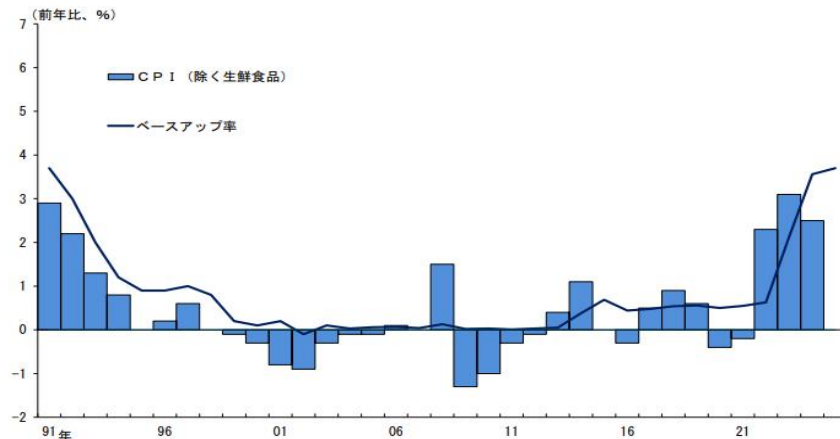
⑤先行きも、大きな需要ショックがない限り労働市場は引き締め続け、賃金に上昇圧力がかけられ続ける。同時に労働市場には、雇用の流動性上昇、資本による労働代替などの構造変化等ももたらしている。

労働参加



3

賃金と物価



（注）1. CPIは、消費税率引き上げ等の影響を除くベース。
2. ベースアップ率は、2013年までは中央労働委員会、2014～2025年は連合の公表値。
（出所）総務省、日本労働組合総連合会、中央労働委員会

(ご参考④) 植田総裁(2025/10/3,大阪経済4団体共催懇談会における挨拶)
「最近の金融経済情勢と金融政策運営」より

- (1) 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。米国の関税政策は、わが国の輸出関連企業の収益面にマイナスの影響。これまでの経済全体への波及は窺われない。
- (2) 先行きは、個人消費は雇用者所得の改善に支えられて底堅く推移するものの、関税政策の影響を受けて海外経済が減速し、輸出や設備投資の下押しに伴い経済成長ペースはいったん鈍化。その後は、海外経済の成長経路に復するもとの、成長率は高まっていく。
- (3) 食料品価格の上昇は供給サイドの一時的な要因によって生じた面が強く、今後消費者物価の押し上げ寄与は次第に低下。コアCPIは来年度にかけて2%を下回ってくると予想。
- (4) 当面わが国の経済・物価情勢を点検するうえで重要なポイントは3つ。
 - ①海外経済。景気減速後、緩やかな成長経路に復すとの展望は、米国経済等の今後の展開次第。現在は関税コストの物価転嫁は限定的だがいずれ転嫁されるのは不可避。先日、FRBは雇用の下振れリスクを重視する形で9か月振りの利下げを決定。ただ、先行きにつきパウエル議長は、インフレリスクは上方、雇用リスクは下方へ偏っていると発言し、依然として不確実な要素が少なくない。
 - ②米国関税政策のわが国企業の収益や賃金・価格設定行動への影響。賃金・物価の相互参照により上昇するメカニズムは今後も続くと想定。しかし、海外経済等を巡る不透明感が続く場合、企業のコスト削減や賃金抑制という上記メカニズムに影響するリスクあり。
 - ③食料品価格。現在の上昇の一時的な上昇は、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きもあり、想定以上に長引く可能性。価格上昇の長期化は家計のコンフィデンス悪化を通じて景気減速、物価下押しリスクもある。
- (5) 今後の金融政策運営は、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、見通しに沿った経済・物価情勢に応じて、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。その際、当面は、上記三つのポイントなどを点検していくことになる。

3-1. 今後注目される経済データ・指標

(1) 主要企業の下期業績展望(事業計画や収益予測等)等

- 主要企業の業績見通しは11～12月にかけて各社が発表。マクロ的な集計は、法人企業統計(7～9月分、12月公表)など。
- 日銀のさくらレポート(10月、来年1月)はミクロ情報の集積確認。

(2) GDP統計(7～9月分は11月公表)、デフレーターを含む

(3) ビジネスサーベイ(大規模企業アンケート調査)

① 日銀短観(9月調査(10月1日公表)、12月調査(12月中旬公表))

- 企業業績予想については、9月短観でミクロ情報を把握できるが、この時点では業績データの修正があまりなく、データ面からの把握には12月短観まで待つ必要がある。

② 法人企業景気予測調査(11月)、など

(4) 来年度ベア(大企業)など

3-2. 当面の展望

- 利上げは12月以降の可能性が高いのではないかと。
 - ― 日本経済の「景気減速およびその後の回復」については、足もとの横ばいの動きの中からは把握困難。先行きは日銀短観やさくらレポートで情報を補完することになるが、これだけではマクロ的なデータの裏付けには乏しい。
全体的な動きを把握するには、7～9月GDPや12月短観、上場企業の決算予測など、様々なマクロ的な集計情報が必要と思われる。
- 利上げする場合は、あまり間を置かずに(半年以内に)再利上げに踏み切る可能性。
 - ― 利上げ時点で、「景気減速後の回復」についての展望が見通せているため、その先の利上げは、実質金利が非常に低い中、国内経済への悪影響がないことを確認できれば再利上げ可能。
- 来年度には正式に物価目標達成との判断を行う可能性が高く、その後は、新たな物価目標の下で金融政策運営する方針を示すことになるのではないかと。
 - ― 日銀は、最近、期待インフレ率は、中長期的なコストプッシュインフレ効果を織り込んで形成される可能性に言及。物価目標達成後は、「基調的な期待インフレ+コストプッシュによる押上効果を加味」を目標に、潜在成長率を超える実質成長を図りながら、ある程度の金融緩和を容認し続けられると思われる。
- 長期金利決定は市場に一任。日銀オペは緩やかに長期減額方針を提示。
 - ― 財政は、現時点は税收等を背景に償還超で発行は少ないが。今後、日銀オペが減額されるなかで、徐々に発行圧力は高まると思われ、結果的に長期金利は上昇傾向。

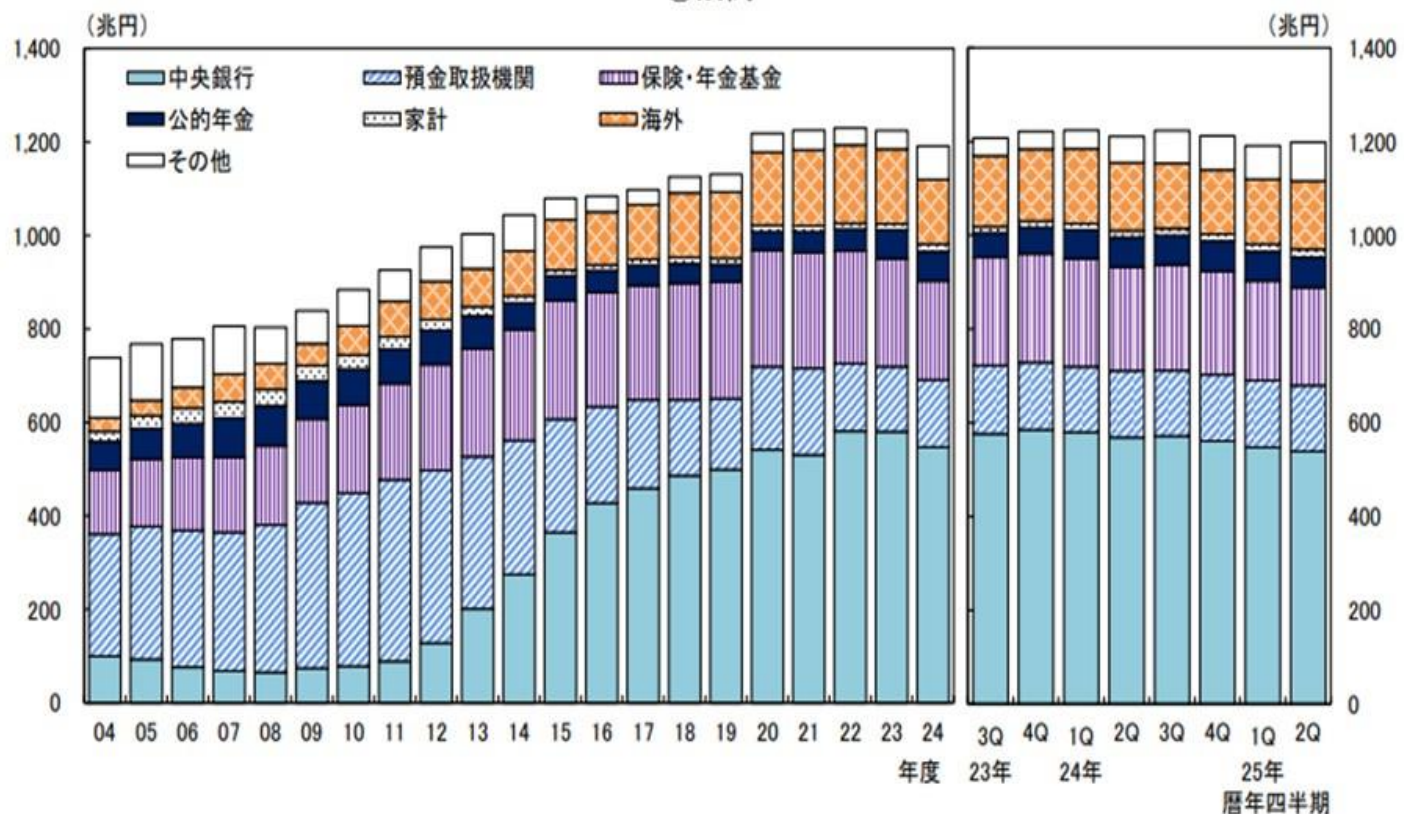
(ご参考⑤)
 国債等の保有者内訳
 (残高、前年比%)

日銀の国債保有残高は着実に減少。

海外部門の保有は横ばい。
国内金融機関は横ばい。

保険・年金基金は減少。

家計部門は着実に増加。
公的年金は緩やかに増加。

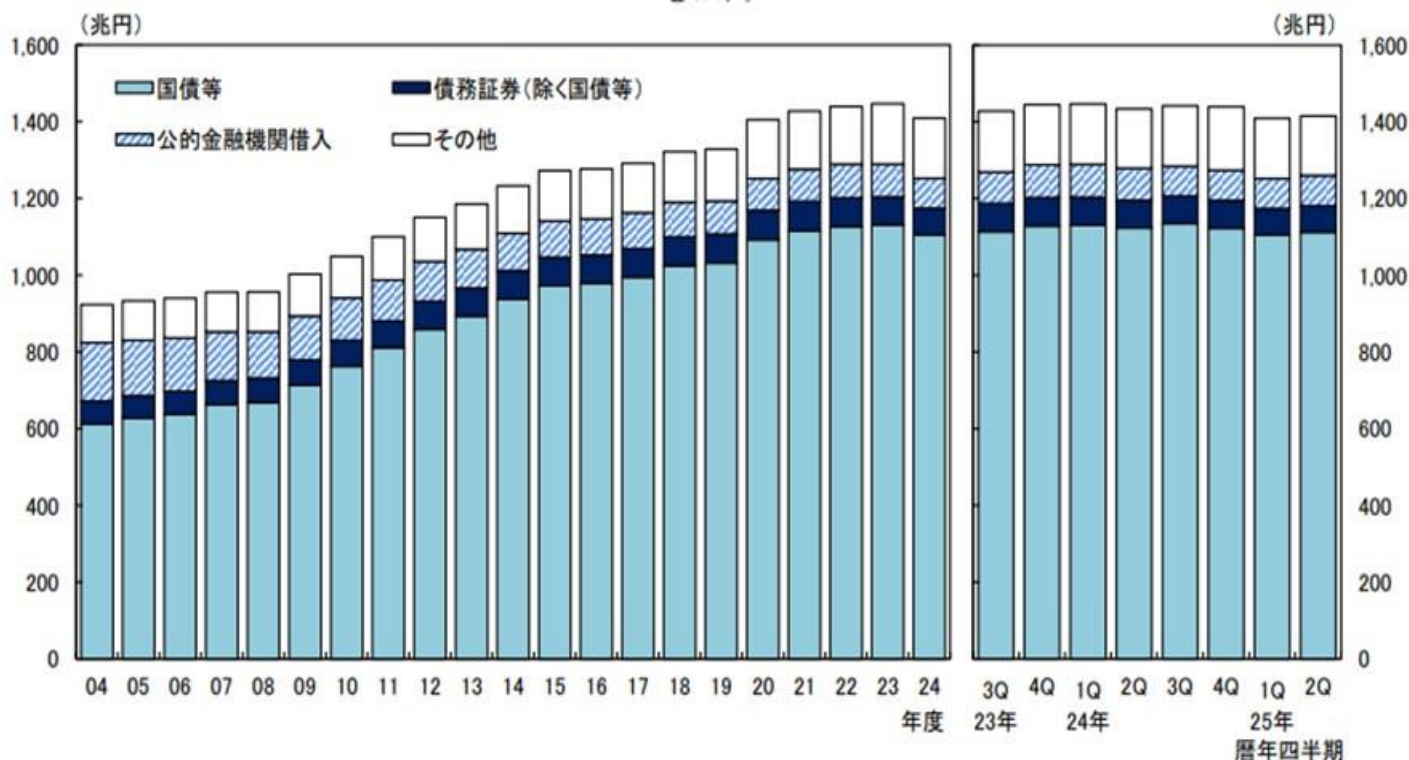


②前年比

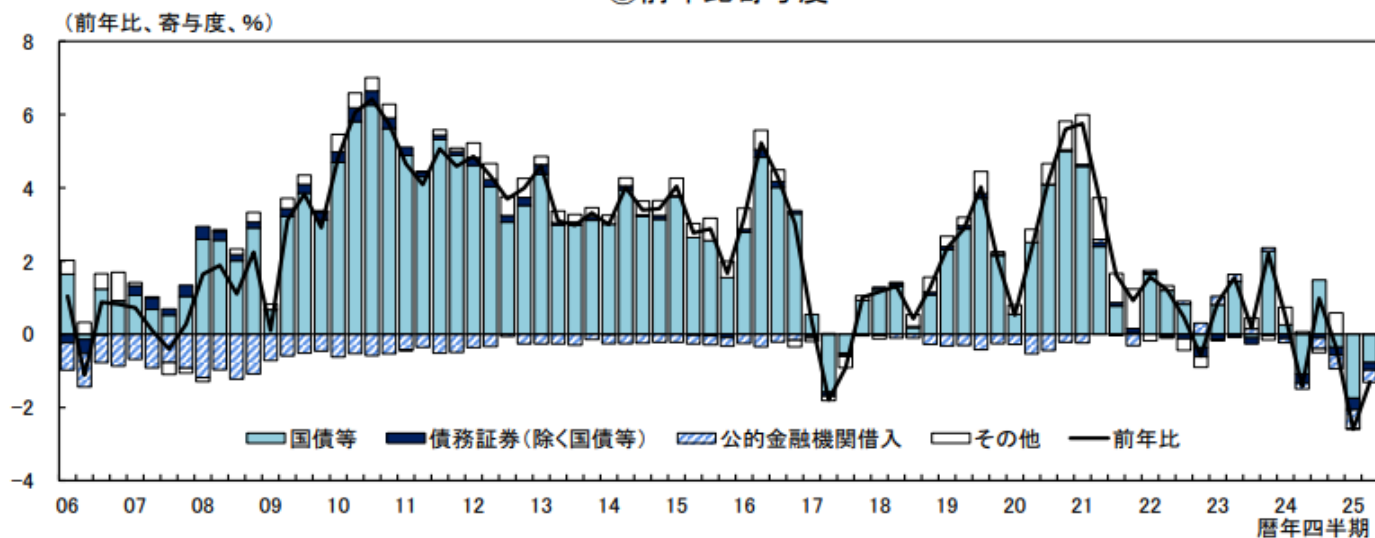
			2023年		2024年				2025年		2025年6月末 残高(兆円) (構成比(%))
			9月末	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末	
残高(兆円)			1,207	1,222	1,224	1,211	1,223	1,212	1,191	1,198	
1	前 年 比 (%)	国債等計	▲ 0.6	2.0	▲ 0.5	▲ 2.3	1.3	▲ 0.8	▲ 2.7	▲ 1.0	1,198 (100.0)
2		中央銀行	5.8	5.5	▲ 0.2	▲ 2.6	▲ 0.8	▲ 4.1	▲ 5.7	▲ 5.1	539 (45.0)
3		預金取扱機関	▲10.0	▲ 3.1	▲ 3.3	1.6	▲ 4.0	▲ 1.6	2.8	▲ 1.8	140 (11.7)
4		保険・年金基金	▲ 2.9	0.3	▲ 4.3	▲ 8.5	▲ 2.4	▲ 5.0	▲ 7.9	▲ 5.5	209 (17.4)
5		公的年金	12.5	25.8	31.6	27.5	19.9	15.4	1.8	1.5	65 (5.4)
6		家計	3.4	6.4	6.0	6.8	10.9	11.7	17.1	22.1	17 (1.4)
7		海外	▲10.3	▲ 7.5	▲ 4.6	▲14.1	▲ 7.6	▲11.2	▲13.4	0.7	146 (12.2)
8		その他	▲10.6	▲ 6.1	8.5	32.8	84.6	95.0	80.3	46.5	82 (6.9)

(ご参考⑥)
一般政府の金融負債
(前年比、残高)

政府の金融負債(資金調達)は、
背景にマイナス超が続いている。



③前年比寄与度

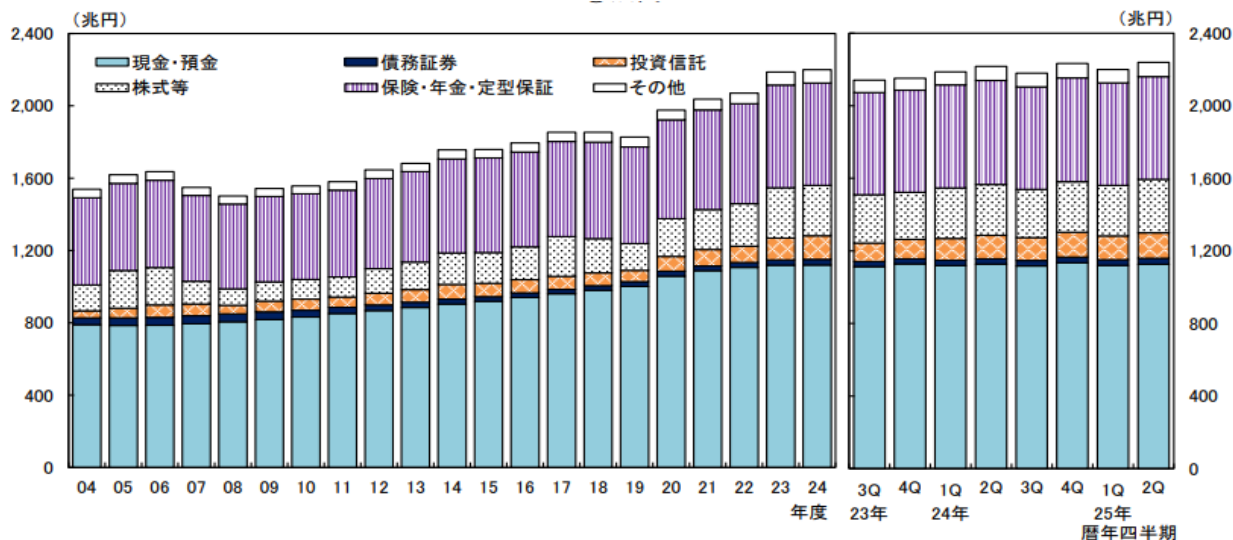


(ご参考⑦) 家計の金融資産(増減、残高)

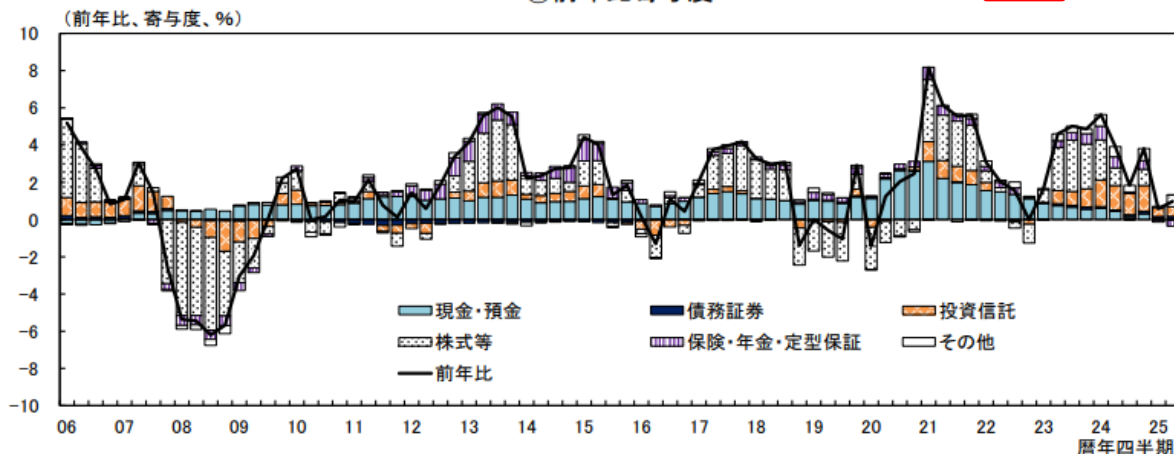
家計部門の金融資産残高は、2200兆円台。前年比では緩やかに増加。

投資信託は、NISA制度変更等を背景に着実に増加。
債務証券も着実に増加。
株式等は市況上昇による評価上昇により増加。

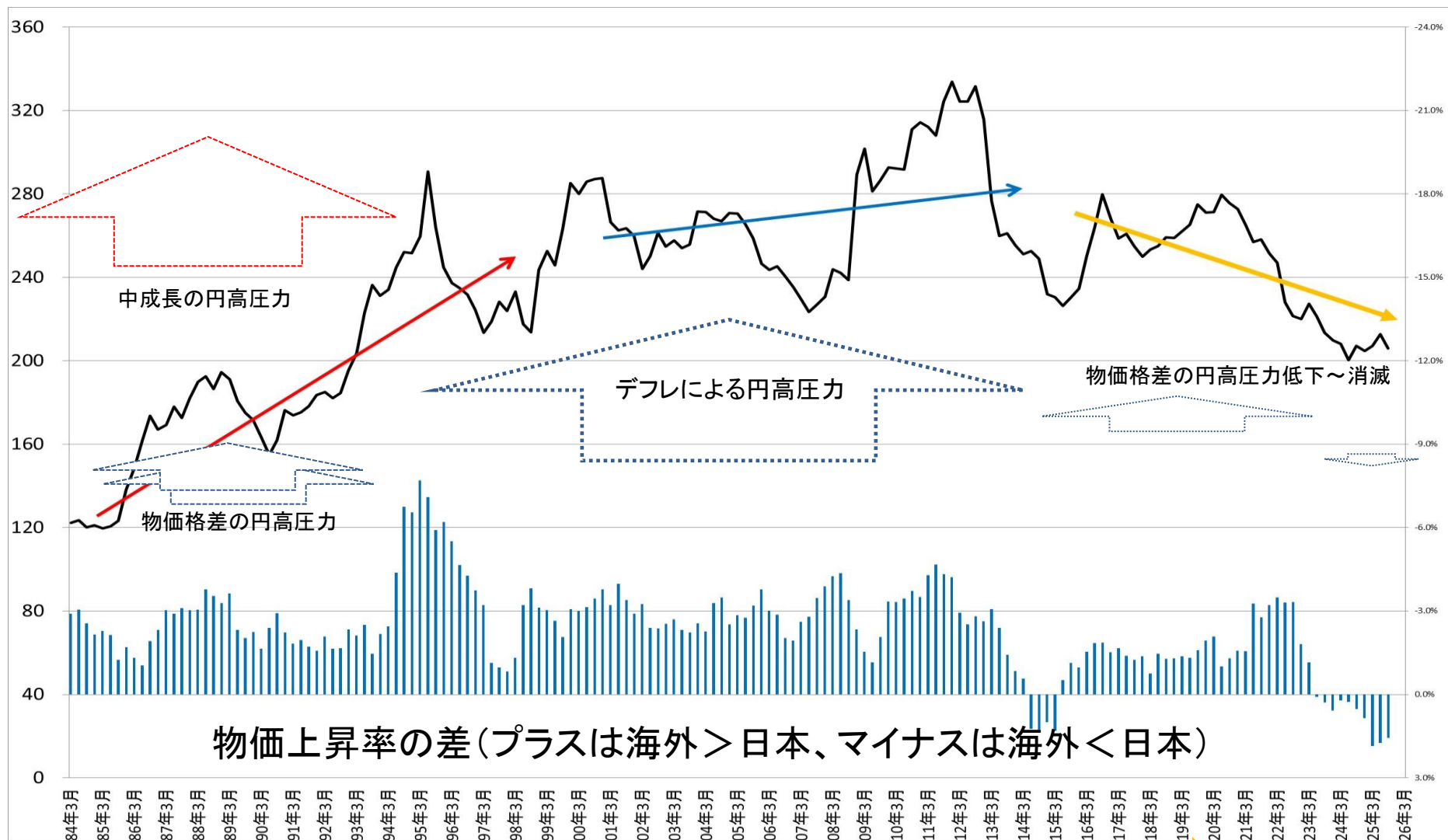
現預金は伸びが止まり、ほぼ横ばい。
保険・年金等は減少。



		2023年		2024年				2025年		2025年6月末 残高(兆円) (構成比(%))		
		9月末	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末			
		残高(兆円)		2,141	2,151	2,187	2,217	2,180	2,233	2,200	2,239	
1	前年比 (%)	金融資産計	5.0	4.9	5.6	3.9	1.8	3.8	0.6	1.0	2,239 (100.0)	
2		現金・預金	1.2	1.0	1.1	0.8	0.3	0.6	0.1	▲ 0.1	1,126 (50.3)	
3		債務証券	8.6	10.8	7.3	5.7	7.6	10.1	8.8	12.7	33 (1.5)	
4		投資信託	17.9	22.8	32.3	27.8	24.0	27.9	8.8	9.0	140 (6.3)	
5		株式等	26.6	23.5	19.0	7.7	▲ 0.1	7.3	▲ 0.3	4.9	294 (13.1)	
6		保険・年金・定型保証	1.5	2.1	2.8	2.3	0.3	1.8	▲ 0.4	▲ 1.2	566 (25.3)	
7		うち保険	1.7	2.2	2.7	2.5	0.4	2.6	0.5	▲ 1.0	410 (18.3)	
8		その他	11.4	8.6	21.9	17.6	11.4	21.0	2.1	0.8	79 (3.5)	



(ご参考⑧) 名目実効為替レート(1980年=100)



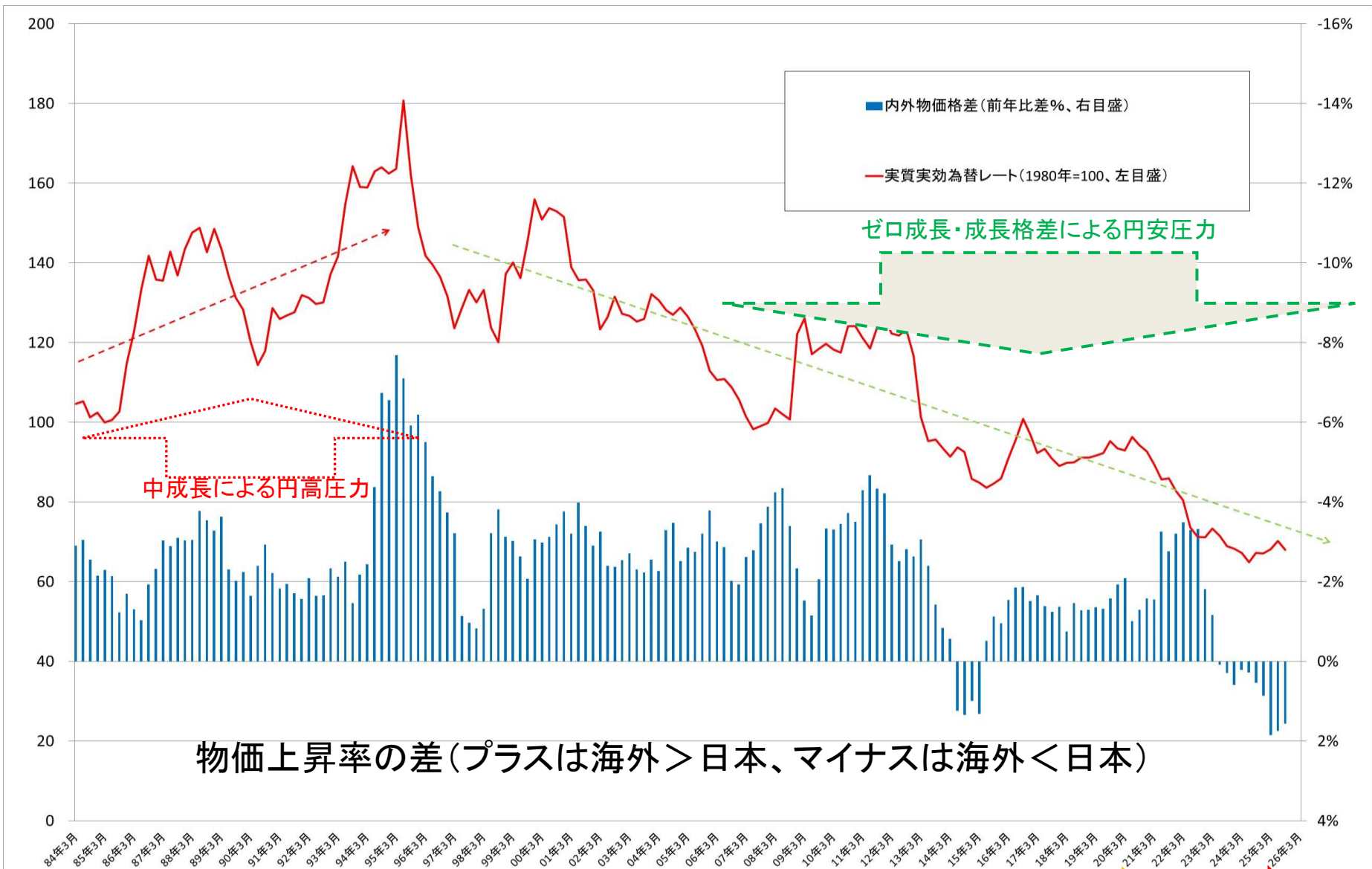
中成長・低インフレ

ゼロ成長・デフレ

ゼロ成長・ゼロインフレ

低成長・
低インフレ

(ご参考⑨) 実質実効為替レート(1980年=100)



中成長・低インフレ

ゼロ成長・デフレ

ゼロ成長・ゼロインフレ

低成長・低インフレ

(注)この資料の内容は全て個人的な見解であり、弊社の見解ではない。
資料中にある誤り、誤解等は、すべて作者本人によるものである。

(資料)

日本銀行「展望レポート」、各種公表統計ほか

内閣府「国民経済計算」、「消費者物価統計」、各種統計ほか

BLS「CPI」ほか