

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 22 日)

日銀金融政策決定会合～10 月利上げは堅いのか？～

9 月の日銀金融政策決定会合は①政策金利の現状維持を決定しつつも 2 名の審議委員が反対票を投じたこと、②ETF 売却を決定したことの 2 点が見どころ。前者について大きな意味を見出そうとする市場参加者は多い。今後、他の委員が追随することで 10 月利上げに至るのではないかとの思惑が強まっているものの、現実的には「よくて五分五分」というのが筆者の基本認識。高田・田村両審議委員の主張には同意できるが、10 月よりも 12 月の方がトランプ関税の企業業績への影響が可視化されているはず。筆者はメインシナリオとして 12 月、次点で 10 月、その次に 1 月という想定を抱く。いずれにせよ、1 月展望レポートまでに 0.75%までの引き上げを想定。ETF 売却については、株価が連日過去最高値をつけ、政治的にも現政権のレームダック化が進んでいるという環境は、とても決断しやすいタイミングだったのではないかと思われる。

～政治のレームダックを突く ETF 売却～

先週 18～19 日の日銀金融政策決定会合は無担保コール翌日物金利の誘導目標を 0.50%程度で維持することを賛成多数で決定した。高田審議委員と田村審議委員が 0.75%まで引き上げる議案を提出しているものの、反対多数で否決されている。もう 1 つの見どころは保有する上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(REIT)の売却開始であり、この点は全員一致で決定されている。それぞれの評価と今後への展望をまとめておきたい。

まず、前者について大きな意味を見出そうとする市場参加者は多い。実際、2 名の利上げ提案を受けて 10 月会合への利上げ期待はにわかに高まっており、経済・物価見通し(展望レポート)から大きな乖離がなければ踏み込む可能性は否めない。しかし、現実的には「よくて五分五分」というのが筆者の基本認識である。この点は詳しく後述する。

後者については年間 3300 億円程度ずつ売却するという基本方針に沿えば、現在の日銀保有 ETF の簿価(37 兆 1862 億円、9 月 10 日時点)を前提とすると売却完了までに 112.68 年の年月がかかることになる。バランスシート正常化にまつわる最後にして最大の砦と考えられていた ETF 売却だが、極めて薄く・広く、その執行に踏み切ることによってその影響が限定されそうである。ETF 売却決定の一報を受けた直後、日経平均株価指数は急落を強いられたものの、その後下げ幅を縮めている。このタイミングで決断に踏み切った理由について植田日銀総裁は「マーケットがだんだんと正常化され、そういう措置を続ける必要がなくなった」と明確な言質を与えていないが、株価が連日過去最高値をつけ、政治的にも現政権のレームダック化が進んでいるという環境は、とても決断しやすいタイミングだったのではないかと思われる。その上で 100 年以上の長期にわたるオペレーションということであれば、その影響も極小化されるだろう。

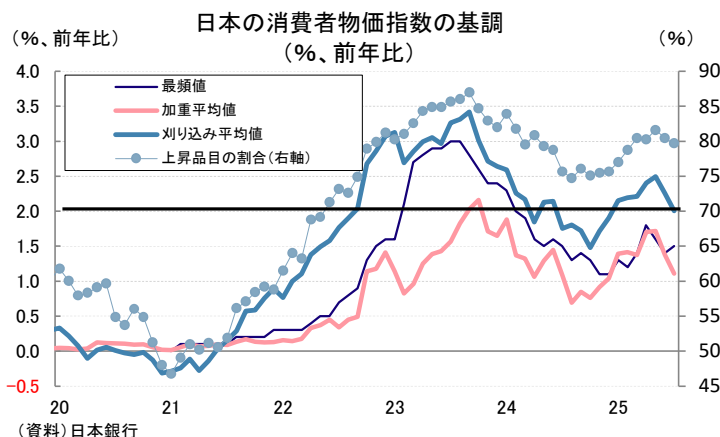
～10 月利上げは堅いのか？～

ETF 売却は粛々と行われ、今後、そのオペレーション自体も日々の喧騒の中で忘れられていく

だろう。問題は利上げの見通しである。今回、2名の政策委員が利上げを主張したことで「10月の利上げに動きやすくなった」という声をどう考えるべきか。確かに、政策委員会の足並みが乱れ始めた以上、これに追随するその他委員が現れても不思議ではない。しかし、やはり10月利上げについては「よくて五分五分」だと筆者は考えている。植田総裁は基調的物価の現状を尋ねられ、「まだ

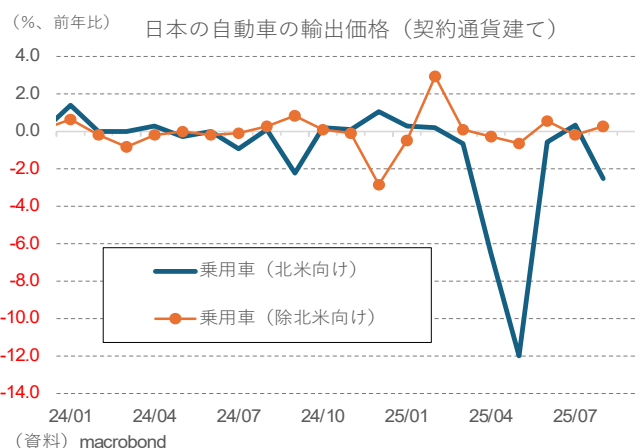
2%を少し下回っているが、2%に向けて近づきつつある過程にある。米国の関税政策の影響などがこれから一段と出てくる可能性があり、景気や物価の下振れリスクも意識しないといけない」と回答している。どちらかと言えば、中立からハト派寄りの印象を受ける。高田・田村両審議委員は政策委員会の中でタカ派最右翼であるため、これが利上げの号砲となるかどうかは明確な判断が難しい。極めて低い実質金利の中、円安を通じたインフレが日本経済の成長率を実質ベースで抑制しているのは間違いなため、利上げの必要性自体、筆者も両審議委員に同意だ。しかし、食料・エネルギーを除くCPI(欧米版コアCPI)は、8月分が前年比+1.6%と加速しておらず、日銀の捕捉する基調的な物価指標も足許では下向きである(図)。

こうした中、少なくとも「現状維持を決定した7月や9月と比較して10月が利上げを支持できる環境になっているか」は確証が持てないはずである。少なくとも直近の正副総裁の言動を踏まえる限り、12月もしくは次回の展望レポート回である1月まで様子見という可能性も十分残る。実際、本稿執筆時点における金融市場の織り込みは10月が52%、12月が66%、1月が87%、3月が115%であり、「半年以内に1回」という織り込みにとどまっている。仮に、物価情勢が現状とは大差ないにもかかわらず、10月利上げに踏み切るとすれば、高田・田村両審議委員の主張を合成して「既に物価が上がらないノルムが転換しており、『物価安定の目標』の実現は概ね達成されていると考えられる中、足許ではむしろ物価上振れリスクも膨らんでいる。こうした状況下、現行の政策金利を中立金利に接近させる必要性が増していると判断した」といった趣旨などが考えられる。従前との連続性はともかく、この趣旨自体は賛同できるものがある。



～10月なら関税の影響は読めるか？～

しかし、その趣旨を強調するとしても、12月が最速ではないか。9月会合のプレビューでも論じたように、トランプ関税の影響が可視化されるのはこれからだろう。過去に論じたように、自動車業界は関税の影響を契約通貨建て価格の引き下げという一時的な手段で乗り切っていたと推測される(図)。日米合意が一応の決着を見た以上、ここから先、日本の自



自動車企業は 15% 関税を踏まえ、①契約通貨建て価格の引き上げで企業収益を確保しようとするか、②(引き下げ済みの)契約通貨建て価格の据え置きで輸出数量を確保しようとするか、いずれかの判断を行う可能性が高い。①の場合、輸出数量の減少を通じた企業収益の減少が懸念される。一方、②の場合は輸出数量が横ばいでも売上と共にやはり企業収益の減少が懸念される。結局、15%の追加コストを課せられる以上、企業収益が下振れるという事実か逃げることはできない。

こうした状況を踏まえると、2026 年度の名目賃金引上げについて大きな不透明感が残ることになる。賃金・物価の好循環を前提に利上げを行う日銀には都合の悪い話である。そのような展開をどの程度、懸念すべきなのかは 10 月末時点で判断がつかないのではないかと。当面の企業周りの重要な計数として 10 月 1 日には日銀短観、11 月には主要企業決算、12 月には冬の賞与などがある。12 月に決断する方が追加利上げの説明が容易ではないだろうか。筆者は次回利上げに関するメインシナリオとして 12 月、次点で 10 月、その次に 1 月という想定を抱いている。いずれにせよ、1 月展望レポートまでに 0.75% までの引き上げが行われると構えておきたい。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。