

2025 年 6 月 24 日

Mizuho RT EXPRESS

日銀利上げ再開は 26 年初がメインシナリオ ～食料高・原油高・円安による利上げ前倒しに留意～

調査部 上席主任エコノミスト 井上 淳
080-1069-4827 jun.inoue@mizuho-rt.co.jp

■ 金融政策を取り巻く環境に大きな変化

日銀は6月の金融政策決定会合で政策金利の据え置きを決めた。政策金利の据え置き自体は予想通りの結果であり、次回7月の金融政策決定会合も含め当面は利上げの再開が見送られる公算が高いとみている。声明文に記載された経済・物価情勢の概要も前回から変わっておらず（図表1）、4月の展望レポートで示された「2025年度に2%台前半となった後、2026年度は1%台後半、2027年度は2%程度となる」との物価見通しを維持している。

しかし、金融政策を取り巻く環境に変化がなかったわけではない。前回の4月会合以降、経済・物価情勢を取り巻く状況は変化しており、筆者は、日銀がそれらをどのように織り込むのか、現状判断や見通しを大きく変えないまでも、先々の利上げ再開を見据えて、経済・物価見通しの変更を示唆するサインを出すのかに注目していた。具体的には、米中関税交渉の進展と足元で進行する食料高・原油高の織り込みである。

図表 1 金融政策決定会合の声明文（見通し部分を抜粋）

経済見通し	物価見通し
先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、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、緩和てきな金融環境など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（除く生鮮食品除く）については、これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇や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、成長率が高まる下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、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。

（出所）日銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

■ 米中関税交渉の進展でも日銀は慎重姿勢を維持

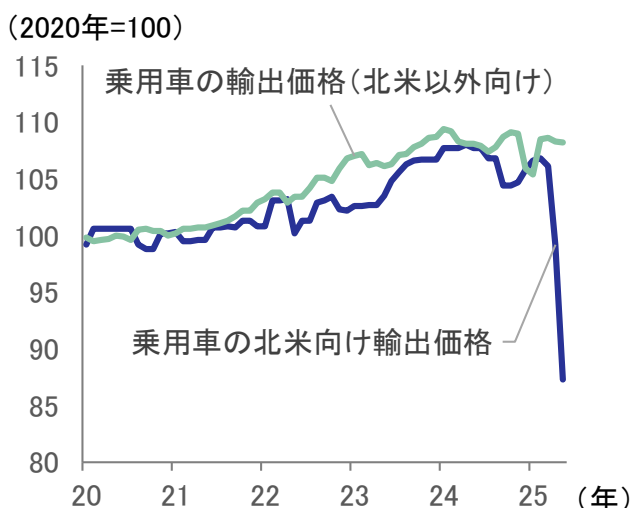
まず米中関税交渉についてだが、米中両国は5月10～11日の閣僚級協議で関税の引き下げに合意するなど、4月の日銀金融政策決定会合後に大きな進展を見せた。いわゆるジュネーブ合意である。米国は5月14日から中国に課していた関税を145%から30%に115%引き下げており、同様に中国も対米関税を125%から10%～115%引き下げている。引き下げられた115%のうち91%は撤廃が決まり、残る24%部分についても8月上旬まで90日間停止されることになった。米中はその後も2国間で協議を続けており、6月9～10日にロンドンで行われた協議では、米国が航空機エンジンや自動車用半導体などの輸出規制を緩和する一方、中国が民需向けのレアアース輸出を再開することで合意するなど、さらなる進展もみせている。

しかし、日銀は景気の先行きについて慎重な姿勢を崩しておらず、リスクバランスは下方リスクの方が大きいという言い方を変えていない。日本を含めそのほかの国では関税交渉が進んでおらず、合意に達したのは英国ぐらいである。合意に達していない国は、7月に米国による関税引き上げの猶予期限を迎える。米中間の貿易を完全に止めてしまうような破滅的な関税の上乗せは撤廃されたが、各国の対米輸出にかかる関税が以前より高水準になったこと自体は変わっていない。7月までに（中国については8月までに）米国との交渉がどのように進むのか依然不透明であり、日銀はトランプ関税の影響による景気の下振れが2026年度の賃上げに影響するか見極めるために、当面は政策金利の据え置くと予想する。

■ トランプ関税は自動車産業を直撃も、非製造業の耐性は強く、26年に利上げ再開へ

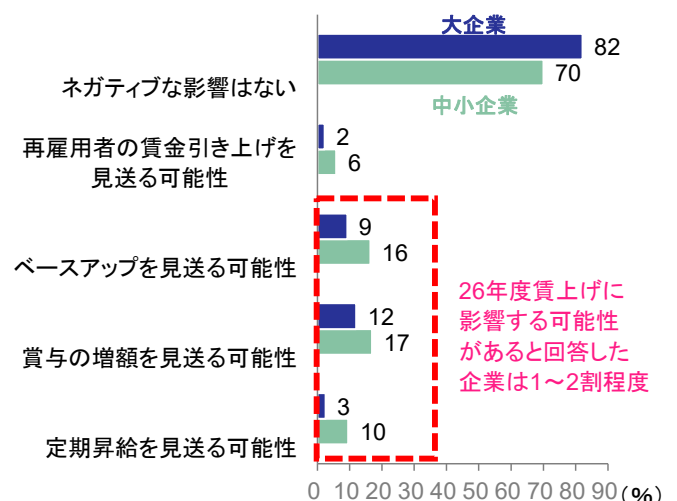
トランプ関税の影響はすでに出始めており、例えば自動車メーカーは、関税引き上げによる米国で

図表 2 日本の自動車輸出価格



(注) 契約通貨ベース
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 3 米関税が2026年度の賃上げに与える影響



(注) 調査期間は2025年6月2日～9日。大企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1億円未満の企業。回答社数は大企業431社、中小企業5,377社

(出所) 東京商工リサーチ「2025年6月『トランプ関税』に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

の販売価格上昇を抑えるために、日本からの輸出価格を引き下げる動きに出ている（図表2）。関税の引き上げをそのまま米国での販売価格に反映させれば、販売数量が減少する可能性があり、自動車メーカーのように販売価格を引き下げればその分収益が圧迫される。いずれにしても、製造業を中心に景気の下押しは避けられない情勢だ。また足元では原油価格の上昇も収益を圧迫する要因となる。

しかし、非製造業ではトランプ関税の影響は製造業ほど深刻ではなく、日本経済全体で見れば企業収益は高水準が維持されることで、2026年の賃上げを企業に思いとどまらせるほどには至らないと考えている。東京商工リサーチが6月上旬に実施した調査でも、米国の関税引き上げが2026年度の賃上げに影響を与えると企業はアンケートに回答した企業のうち1～2割にとどまっている（図表3）。

実際には、トランプ関税の影響によって米国経済に減速圧力が加わるのは避けられず、影響は製造業を中心に日本にも及ぶと考えられる。しかし、人手不足に直面する日本企業は2026年度も賃上げを維持し、日銀はその機運を確かめたうえで、2026年初に利上げを再開する可能性が高いと予想する。これが現状で筆者の考える日銀金融政策のメインシナリオである。

■ 食料高・原油高・円安に伴う利上げ前倒しシナリオには留意

留意すべきはこのところの物価情勢である。原油価格やコメ価格が上昇するなど、コストプッシュ的なインフレ圧力がみられる。日銀はこうしたコストプッシュ的なインフレ圧力は徐々に減衰していくとの見方を変えていないが、植田総裁はコストプッシュ的なインフレ圧力が長期化するようなら基

図表 4 金融政策の3つのシナリオ

シナリオ	日銀の利上げ再開	米国	日本
メインシナリオ	2026 年 1 月	・トランプ関税の影響により、米国経済は緩やかに減速 ・FRB は 25 年内に追加利下げ	・トランプ関税と足元の原油高は減益要因となるも、<u>企業収益は高水準を維持</u> ・<u>日銀は 26 年も賃上げ継続の機運を確認したうえで、来年初に利上げを再開</u>
利上げ前倒しシナリオ	2025 年 10～12 月期	・トランプ関税の影響が軽微で米国経済は堅調に推移 ・米インフレの持続懸念が高まり、FRB は追加利下げを見送り	・輸出企業の収益下振れは軽微 ・米国の追加利下げ見送りで円安が進行 ・<u>食料品価格上昇に加え、エネルギー価格上昇が基調的インフレにも波及する懸念が高まれば、日銀は利上げ再開を年内に前倒し</u>
利上げ後ずれシナリオ	2026 年 4 月以降	・トランプ関税の影響により、米国経済が大幅に悪化 ・FRB が大胆な利下げ実施	・輸出企業を中心に企業収益が大幅悪化 ・基調的なインフレ圧力は高まらず、日銀は景気への配慮もあり利上げ長期見送り

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

調的な物価上昇にも影響を与える可能性があるとの見方を示しており、そうした懸念が高まるような状況になれば日銀の利上げが今後前倒しになる可能性もある（図表4）。米国でインフレが続き、FRBが追加利下げを見送った結果、為替が円安に振れるという条件が重なれば、そうした日銀の利上げ前倒しシナリオの可能性はさらに高まるだろう。そして、何より米国の参戦によって一段と不透明感を増した中東情勢に鑑みれば、原油価格の高騰リスクにも警戒しなければならない。トランプ関税の影響で米国経済が予想外に大崩れする日銀の利上げ後ずれシナリオとともに、インフレの動向には今後も留意が必要だろう。

[参考文献]

- 井上淳（2025）「日銀利上げ継続の条件～賃金・物価動向は26年利上げ継続の可能性を示唆～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2025年3月14日
- 坂中弥生（2025）「米関税・円高・原油安の企業収益への影響～製造業中心に収益下押しも、原油安がコスト抑制～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2025年6月3日
- 日本銀行（2025）「経済・物価情勢の展望（2025年4月）」、2025年5月2日
- 日本銀行（2025）「当面の金融政策運営について」2025年6月17日、https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2025/k250617a.pdf
- 日本銀行（2025）「総裁記者会見」2025年6月18日、https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2025/kk250618a.pdf

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）
～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～
▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。