

門間 一夫の
経済深読み



日銀の継続的利上げは高市政権より 米国経済次第

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

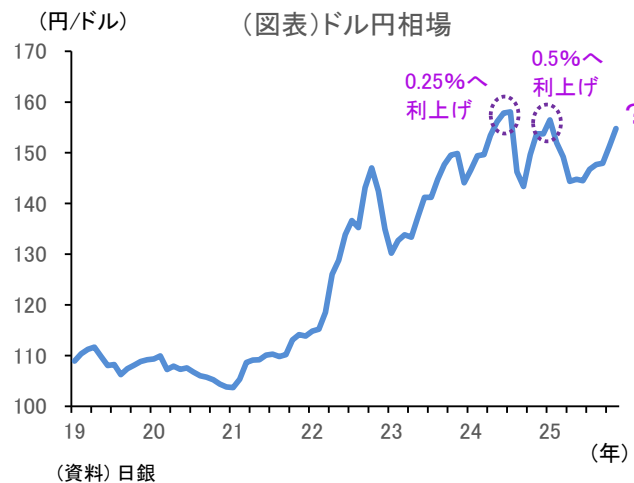
門間一夫 2025 年 11 月 27 日

高市政権と日銀は対立の構図にない

「高市政権のもとで日銀は利上げをしにくくなる」と金融市場はみているが、少なくとも首相就任以降、高市氏から日銀へのあからさまな圧力はない。一方、首相は経済財政諮問会議の民間議員に、財政拡張や金融緩和を重視する識者を任命した。新設した日本成長戦略会議のメンバーにも、同様の考えを持つエコノミストを入れている。これらの人たちは経済政策全般に影響を与える立場にあり、その一部からは日銀の早期利上げに慎重さを求める発言も出ている。

それでも、高市政権は結果において、日銀の金融政策にそれほど影響を与えないだろう。第一に、日銀の植田総裁自身がもともと利上げに慎重である。その証拠に、消費者物価の上昇率が目標とする 2% を 3 年 7 か月上回り続けているにもかかわらず、日銀はその間、政策金利をわずか 0.5% までしか引き上げていない。この政策金利を実質ベース（物価上昇率を引いた数字）でみると、当然、大幅なマイナスになる。これほど極端な「マイナス実質金利政策」を続けているのは、少なくとも先進国では日本だけで、おそらくそれが今の円安の最も大きな理由である。それほど利上げに慎重な植田日銀が「それでも利上げすべき」と判断するのは、そもそも高市首相も「利上げやむなし」と納得するような局面にほぼ限られるのではないか。

第二に、今の点をより具体的にという話になるが、高市首相が利上げに納得するのは、おそらく円安圧力に耐えきれなくなった場合である。そして、日銀が利上げを決断する動機も基本的には円安であり、過去 2 回、すなわち 2024 年 7 月や 2025 年 1 月の利上げも円安が決め手だった（図表）。過度な円安を防ぎたいという点では、政府も日銀も一致している。日銀は円安による物価の上振れリスクを抑えたいし、高市政権にとっても物価高対策への最大の「敵」は円安だ。止まらぬ



円安に国民が失望すれば、せっかく高い政権支持率も低下するおそれがある。

以上のように、①基本姿勢として高市政権も日銀も利上げに慎重である、②それでも円安が心配な局面では高市政権も日銀も利上げに傾く、ということだとすると、利上げを巡る考え方に両者の差はほとんどない。「日銀が利上げしたいのに政府が強引に抑える」といった対立は起きにくいだろう。

次の利上げは12月か1月の可能性が高い

日銀は前回の金融政策決定会合（10月30日）で、政策金利を0.5%に据え置いた。しかし、同日の植田総裁の記者会見では重要な示唆があった。①経済・物価見通しが実現する確度が高まっている、②米国の下振れリスクは低下した、③春闘の「初動のモメンタム」を確認したい、の三点である。

一点目の「見通し実現の確度」というのは、日銀の政策判断における中核的な要素である。過去3年半を超える物価上昇にもかかわらず、日銀が政策金利をわずかしき上げてこなかったのは、物価上昇の中身がエネルギーや食料品に偏っていて、安定的・持続的な物価上昇とは言えないと判断してきたからである。ところがその日銀も、今後1~2年で2%程度の物価上昇が安定的・持続的なものになると予想している。その見通しを巡る「実現の確度」が高まっているなら、利上げが順調に近づいていることになる。

二点目の米国の下振れリスクは、本年4月のトランプ関税発表以来、日銀に利上げをためらわせてきた最大の障害であった。したがって、その「リスク低下」は「利上げの障害が小さくなった」ことを意味する。

三点目の春闘を巡る「初動のモメンタム」というのは、労使の交渉姿勢やその裏付けとなる企業業績のことであり、12~1月ごろまでに次第に明らかになってくる。2%程度の物価上昇が定着するかどうかの鍵は、それをやや上回る賃金上昇が定着するかどうかにある、その観点から日銀は春闘を非常に重視している。その春闘のチェックポイントについて、植田総裁があえて「初動のモメンタム」という表現を用いたのは、春闘の暫定結果が判明する3月まで待たなくても、12~1月ごろの情勢で利上げの可否を判断できそうだということを、市場や国民に知っておいてもらいたかったからであろう。

日銀は次回12月19日の会合、または次々回1月23日の会合で利上げする用意があることを、すでにある程度はっきり示唆しているのである。

円安圧力が続けば「1%のハードル」もクリア

では、高市政権は12月または1月の利上げに納得するだろうか。念のためであるが、形式的には日銀の利上げに政府の同意は必要ない。日銀法には金融政策の「自主性は尊重されるべき」という規定があり、日銀はその気になれば政府が納得していなくても利上げできる。しかし、日銀法には「政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、政府と十分な意思疎通を図るべき」という規定もあり、高市首相はそれを根拠に「マクロ経済政策の責任は政府にある」と言っている。要は、高市首相は自分が決めるわけではない金融政策についても、きちんと納得はしたいのだ。今の日銀と高市政権の考え方に大きな違いはないのだから、日銀がわずかな違いにこだわって強引に押し切ることはないだろう。高

市首相が納得しそうかどうか、日銀はそれも考えながら政策を判断するとみられる。

この点、先述の通り、円安に耐えきれない局面では高市政権も利上げを受け容れそう。今月、円相場が 150 円台後半まで下落したあたりから、片山財務大臣は「いざとなれば断固たる措置も辞さず」と為替介入をほのめかすようになった。政府は今の円相場に不満なのである。このまま 12 月会合まで円安圧力が続けば、日銀が 12 月に利上げを決めても政府は「やむなし」と受け止めるのではない。

利上げ後の政策金利が 0.75% となお低水準であることも、政府が次の利上げを比較的受け容れやすい理由のひとつである。日銀は、中立金利 (= 引き締めのでも緩和的でもない政策金利水準) は 1.0~2.5% の範囲にあるとしている。0.75% ならその下限も下回っているので、利上げしても「まだ金融緩和を続けている」「景気を支えている」と説明することができる。

しかし、さらにその次は 1.0% への利上げとなり、政策金利が中立金利ゾーンの下限に達する。緩和的かどうか分からないゾーンに入っていくのだから、金融政策がもはや景気の支えではなくなる可能性を覚悟のうえで、それでも「利上げが必要」という説明が通らなければならない。そういう説明が通るには、①景気が十分に強く金融政策の支えは要らない、②物価の上振れリスクが心配、のどちらかまたは両方が満たされていなければならない。

高市政権は「責任ある積極財政」による「強い経済」の構築を目指しているので、もしそれが成功するなら上記①は満たされ、それに伴い②も論点になる。しかし、成長戦略は具体策作りに来年夏までかかり、そこから本格展開という時間軸の話である。「強い経済」になるかどうかが見えてくるのはまだずっと先である。短期的には、ガソリン税の引き下げ、電気・ガス料金への補助、給付金やクーポンの支給などが、家計をある程度支えるとみられる。しかし、過去にも同種の措置が行われてきたことを考えると、これらの財政措置で経済が十分強くなるとは思いにくい。

少なくとも当分の間、「景気が十分に強い」という上記①のケースは見込みにくく、日銀が 1% 以上まで継続的に利上げしていくことになるのは、②の物価上振れケース、とりわけ円安で物価上振れ圧力がかかり続ける場合に、ほぼ限定されると考えられる。

結局は米国経済次第

では、その円安自体は何が原因で起きるだろうか。第一に日銀自身である。第二に財政に対する信認の低下である。第三に米国の経済・物価の上振れである。

一点目の日銀自身が円安要因というのは、日銀が能動的に円安を作り出すわけではないが、何らかの理由で円安圧力が高まって政府が耐えきれなくなるまで利上げしない、という意味である。日銀はこれまでこの戦略をとってきたし、今後もとり続けるだろう。この戦略には、いざ利上げする時には政府との関係がスムーズというメリットがある反面、円安のほかに大きな物価上振れリスクがある場合はビハインド・ザ・カーブ (利上げが過度に遅れること) になるという問題がある。ぎりぎりまで円安を放置する戦略でこれまで大きな問題がなかったのは、円安以外の物価上振れリスクが限られていたからである。そして今後、その状況がすぐ変わる可能性は低そうである。少なくとも日銀はそう判断しているように見える。

二点目の財政を巡っては、財政赤字が通貨安を引き起こすという一般的な関係はない。景気が刺激され金利に上昇圧力がかかる点に着目すれば、財政赤字は通貨高要因と見る方が自然ですらある。実際、本年前半、欧州で財政赤字の拡大方針が打ち出されユーロ高になった。しかし、日本の場合、今の日銀がハト派路線であるため、財政赤字が拡大しても利上げ積極化のイメージがわきにくい。市場で決まる長期金利は上昇しているが、それは日本の政府債務残高／GDP比率が世界的にみて大きいために、積極財政が財政規律の弱まりとして意識されているからだとみられる。長期金利の上昇が金融政策の引き締め予想ではなく、財政に対する信認の低下から生じているのだとすると、その財政懸念は為替市場でも意識されて通貨が下落することになる。

三点目に挙げた米国の経済・物価の上振れは、米国金利の高止まりないし上昇を通じてドル高・円安要因となる。過去数年の米国経済は、当初の想定より上振れる傾向があった。2026年についても、景気の減速傾向と利下げの継続が平均的な予想ではあるが、AI関連投資の強さや株価の上昇を背景に、経済が思いのほか底堅くインフレが根強く残る可能性もある。一方、AIの活用が雇用の削減につながれば、利下げの回数が増えてドル安・円高という展開もありうる。上下に不確実性が大きいのである。

以上三つの円安要因のうち、一番目は日銀自身の「さじ加減」の問題なので、日銀にとっての外部要因は二番目の財政と三番目の米国である。このうち高市政権の財政運営については、市場でいったんおむね織り込まれたとみられ、赤字拡大方向で今後さらなるサプライズがあるかどうかのポイントになる。高市政権は「責任ある積極財政」を標榜し、政府債務残高／GDPへの意識はあるため、やみくもに財政赤字を増やすことはないのではないか。ゆえに総需要の押上げ効果もさほど期待できないが、2022年に英国で起きたトラスショック（高インフレ下での大幅減税発表で市場が混乱に陥り、トラス首相が退陣に追い込まれた事例）のような通貨急落も起きないだろう。

一方、米国経済については、先述のとおり幅広いシナリオが考えられ、それ次第で円相場の行方は大きく変わりうる。日銀が1%以上まで継続して利上げしていく場合があるとすれば、最もありうるのは米国発のドル高・円安圧力がかかり続けるシナリオである。逆に米国の経済・物価が下振れた場合、日銀の利上げは0.75%で打ち止めになるかもしれない。すべては米国次第である。

●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。