

30年ぶりに政策金利を0.75%に引上げた日本銀行

～長期金利は一時27年ぶりの水準まで上昇～

南 武志

要旨

7~9月期は6期ぶりのマイナス成長だったものの、あくまで一時的な現象であり、政府や日本銀行では足元の国内景気は緩やかに回復しているとの基調判断をしている。また、法人企業統計や日銀短観などからは、懸念されたトランプ関税の企業業績や景況感などへの影響が限定的なものにとどまっていることがみてとれる。とはいえ、米国への輸出に最低15%の関税が課されるなど、輸出環境は明らかに悪化しているほか、物価高止まりの影響で消費回復もなかなか進んでいないため、今しばらく低成長状態が続くとみられる。

こうしたなか、日銀は26年春闘に向けた賃上げの機運は保たれているとの認識から、11か月ぶりの利上げに踏み切った。国債増発への警戒感に加え、日銀の利上げ継続の方針表明を受けて長期金利には上昇圧力がかかっている。しかし、26年度にかけて物価は2%割れで推移する可能性もあり、追加利上げのハードルは高い。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

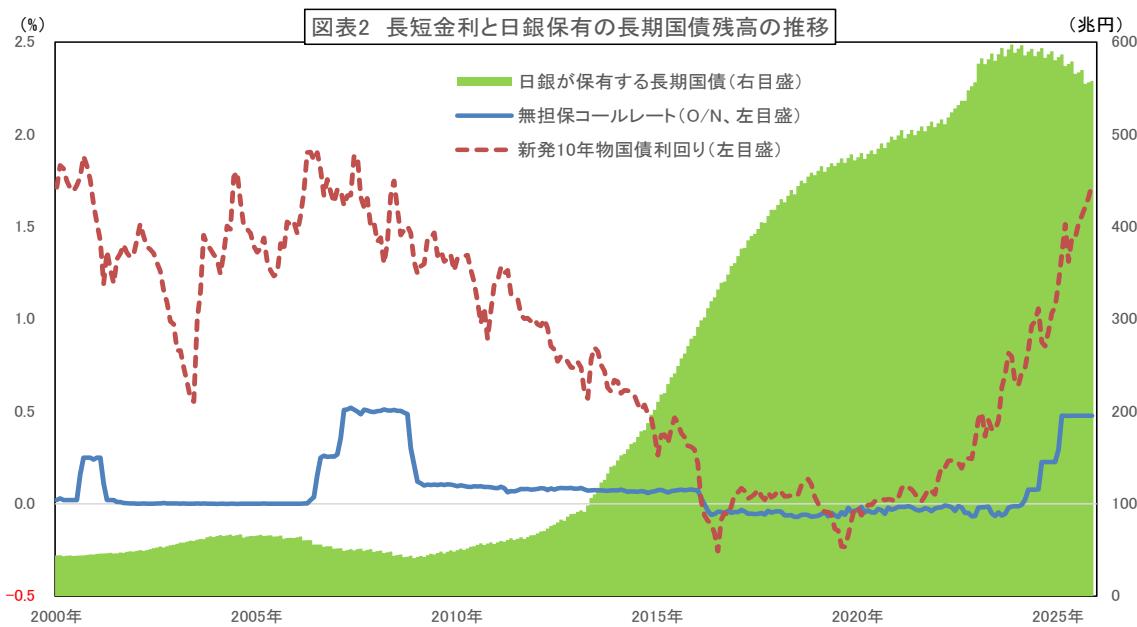
年／月 項目	2025年	2026年			
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.727	0.70~0.80	0.70~0.80	0.70~0.80	0.70~0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.980	2.70~3.20	2.70~3.20	2.70~3.20
	10年債 (%)	2.030	1.70~2.20	1.70~2.20	1.70~2.20
	5年債 (%)	1.485	1.20~1.70	1.20~1.70	1.20~1.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	156.1	140~160	135~155	135~155
	対ユーロ (円/ユーロ)	183.9	165~185	160~180	155~175
日経平均株価 (円)	50,412	50,000±5,000	50,500±5,000	52,000±5,000	53,000±5,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2025年12月23日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

金融政策：政策金利を30年ぶりとなる0.75%へ引上げ

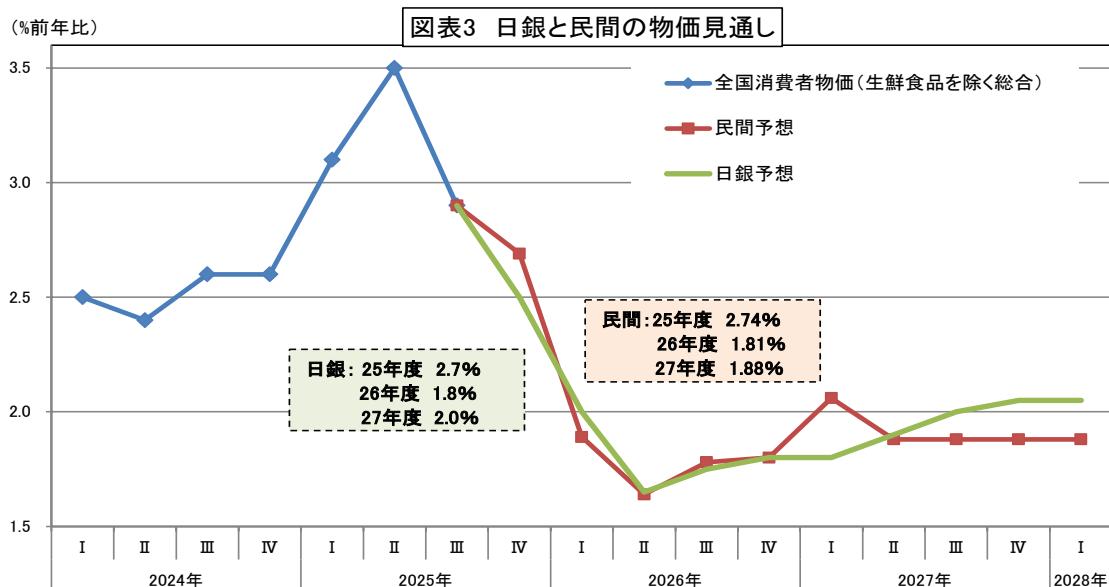
日本銀行は12月18~19日に開催した金融政策決定会合で政策金利(無担保コールレート(0/N))を0.75%へ引き上げる決定をした。これまで日銀は、現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえると、展望レポートで示す経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく、との方針を示してきた。しかし、前回1月の利上げ以降、大幅に強化された米国の関税政策による内外経済への影響を見極める必要に迫られた。今回、企業業績や経営者マインドに対するトランプ関税の影響は限定的で、26年春闘の底堅さを示す調査結果も得たことで、利上げの機が熟したとの判断に至ったとみられる。



(注)日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：次回利上げには時間要する可能性

12月会合終了後の記者会見で、植田総裁は依然として中立金利を下回った状態と説明するなど、今後とも利上げを継続する姿勢を改めて示した。しかし、展望レポート（10月）では、26年度の物価見通しを前年度比1.8%と、目標とする2%を下回る見通しとなっている。仮に「物価の基調」が改善し続けたとしても、実際の物価上昇率が2%割れの状況では政策正常化を進めることには難があるとみられる。そのため、次回利上げには時間要する可能性があるだろう。



(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成

(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(12月)を使用。日銀予想は展望レポート(10月)を基に農林中金総合研究所が作成。

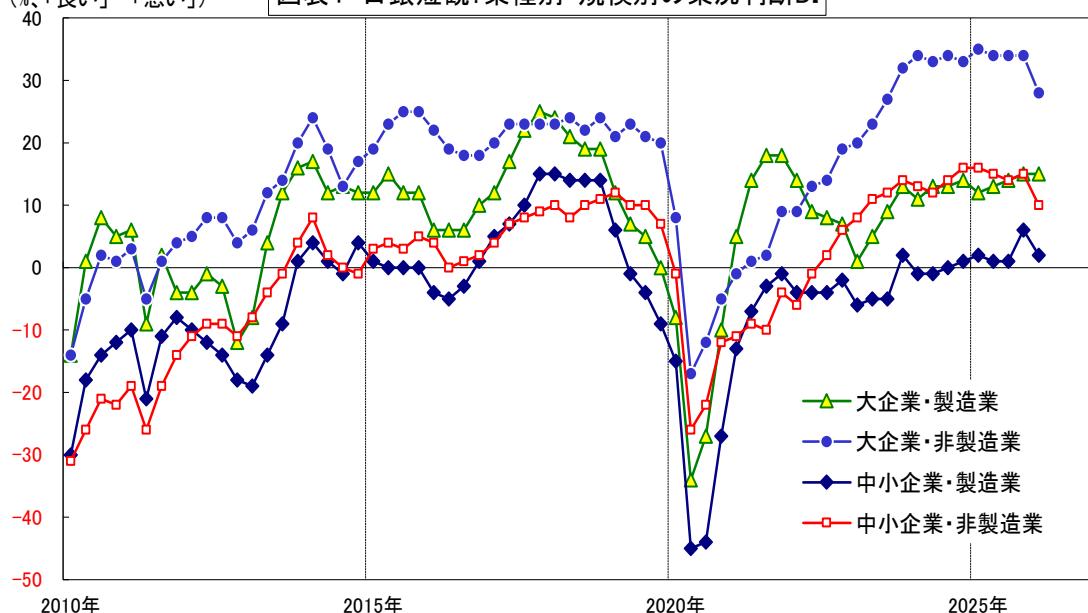
企業マインドに底堅さ

以下、足元の経済情勢を確認したい。日銀短観12月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは15と、9月調査(14)から+1ポイントと3期連続で改善した。米国の関税政策が強化されたものの、その影響は限定的なものにとどまっているほか、円安や株高が進んだことも企業経営者マインドを下支えしたとみられる。一方の同・非製造業は34で、9月調査と変わらずであった。日中関係の冷え込みによる影響はまだ出ていない模様だ。一方、先行きは、製造業が今回と変わらずであったが、非製造業は今回から▲6ポイントの悪化見通しであった。

25年度の企業業績は製造業・非製造業ともに増収ながらも減益との見通しが維持された。なお、上期については全業種・全規模ともに増益へ上方修正されたものの、下期については下方修正され、減益に転じる見込みである。一方、設備投資計画(ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く、金融機関・持株会社等を含む全産業)は前年度比10.4%と、前年度実績(同6.8%)を上回る増加率を維持、設備投資マインドは健在だ。

ちなみに、11月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI、「先行き判断」DIはいずれも7か月ぶりに悪化した。なお、現状判断については判断基準である50を下回ったままだが、先行き判断については2か月連続の50超であり、先行きへの期待は保たれている。

図表4 日銀短観:業種別・規模別の業況判断DI



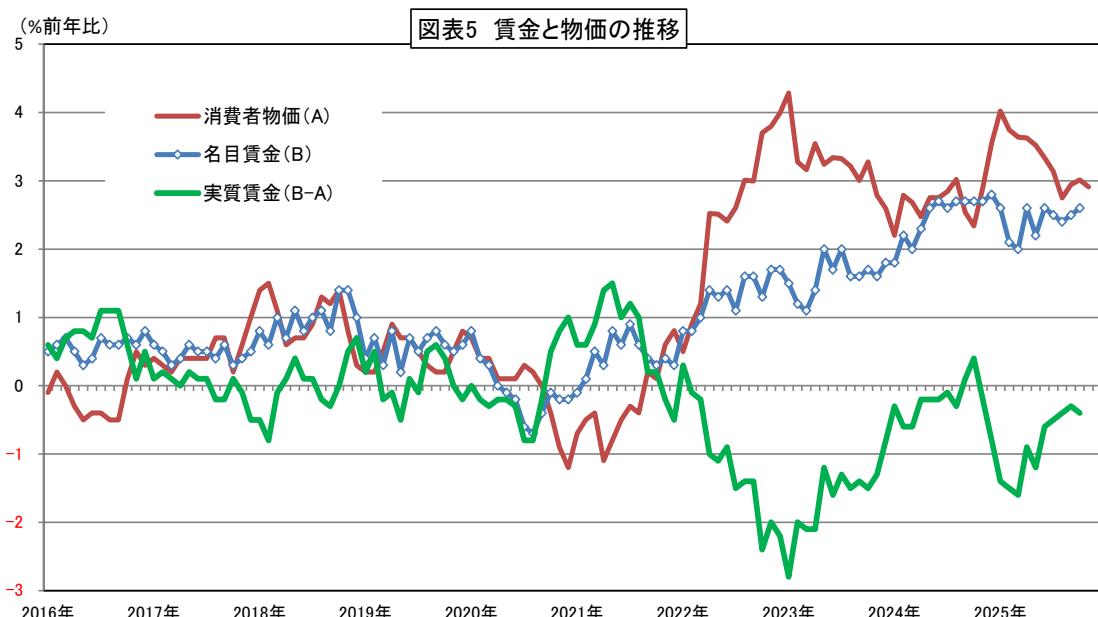
(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

11月にかけて米国向け、特に自動車の輸出に持ち直しが見られた

10月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+0.5ポイントと2か月連続で改善したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた。一方、内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」(10月)も前月から+0.6ポイントと3か月連続で上昇、08年5月の統計開始以来の最高値を2か月連続で更新した。

また、11月の実質輸出指数は前月比6.6%、同じく輸出数量指数も同3.5%と、ともに2か月ぶりで上昇した。トランプ関税の導入後、米国向け輸出は軟調に推移してきたが、10月に続き、11月は自動車も含めて持ち直しが見られた。また、10月に悪化したEU向け、アジア向けも増加に転じている。

また、10月の鉱工業生産も前月比1.5%と2か月連続で上昇、自動車工業が牽引する格好となった。さらに、10月の機械受注(船舶・電力を除く民需)も前月比7.0%と2か月連続で増加した。9月に大幅増となった製造業で反動減が出たものの、非製造業がそれを補って余りあるほどの増加となった。



(資料)内閣府、総務省統計局 (注)賃金は「毎月勤労統計」一般労働者・所定内給与を使用。

実質賃金の前年比マイナスは継続、消費の勢いはまだ鈍い

10月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.5%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与は同2.6%と、増加基調を維持している。しかし、物価高止まりの影響で実質賃金の前年比マイナス状態が続いている。現金給与総額ベースで同▲0.5%と3か月連続、一般労働者の所定内給与ベースも同▲0.4%と12か月連続で、いずれも下落した。

経済見通し：25年度内は低成長が続くが、26年度には成長率高まる

そのため、消費関連指標の回復ペースは緩慢な状態を脱していない。10月の総消費動向指数は前月比▲0.3%と2か月連続のマイナスだったほか、同じく10月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は3か月連続の前月比プラスながらも0.02%の微増にとどまっている。サービス消費は底堅く推移しているものの、食料を含む非耐久財では減少傾向が続いている。

2020年基準への基準改訂と24年度年次改訂が同時に実施された7~9月期のGDP第2次速報（2次QE）では、民間企業設備投資が3期ぶりのマイナスへ下方修正されたこともあり、実質成長率は前期比年率▲2.3%と1次QE（同▲1.8%）からマイナス幅が拡大した。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元10~12月期については、消費マインドは持ち直しつつあるとはいえ、コメなど食料価格の高止まりの影響で、実質賃金の前年比マイナスが続いていることから、消費の勢いが加速することは想定できない。また、トランプ関税によって輸出も持続的に増加することもないだろう。ただし、7~9月期のマイナス成長の一因となつた住宅投資の底入れが見込まれることから、経済成長率は前期比年率0.6%と2期ぶりのプラスと予想する。26年の年明け後もこうした状況が続き、25年度を通じては0.8%成長（2年連続のプラス）が見込まれる。

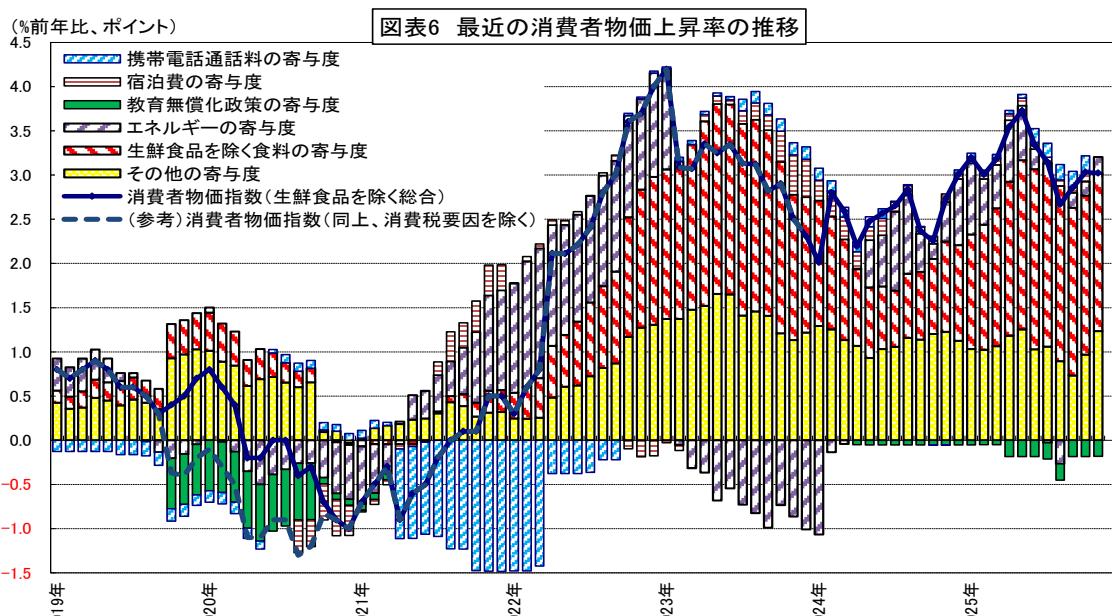
なお、後述のとおり、先行き物価上昇率の鈍化が進めば、実質賃金が前年比プラスに転じ、民間消費の回復を後押しすると思われる。拡張的な財政運営も国内景気を下支えするだろう。また、トランプ関税の影響は26年度半ばには一巡し始め、輸出も徐々に回復すると予想される。26年度は潜在成長率を上回る成長を実現するとみられる。

物価動向：11月の全国コアCPIは前年比3.0%と高止まり

11月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.0%と、高止まり状態が続いた。コメ価格は同37.1%と10月（同40.2%）からはやや鈍化したものの、高騰が続いている。とはいえ、生鮮食品を除く食料は同7.0%へ鈍化、前年比上昇率を0.04ポイント押し下げた。一方、ガソリン税の暫定税率廃止を受けて補助金が段階的に拡充されたこともあり、ガソリン価格は前年比下落に転じたが、電気・ガス料金が値上がりしたこともあり、エネルギー全体では同2.5%（10月：同

2.1%）と上昇率が高まった。

一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」も同 3.0%と 10 月（同 3.1%）からやや鈍化した。一般サービスは同 2.1%、宿泊費を除くベースで同 1.9%と、サービス価格は引き続き上昇していることも確認できる。



物価見通し：25 年度末には 2% 台前半に鈍化と予想

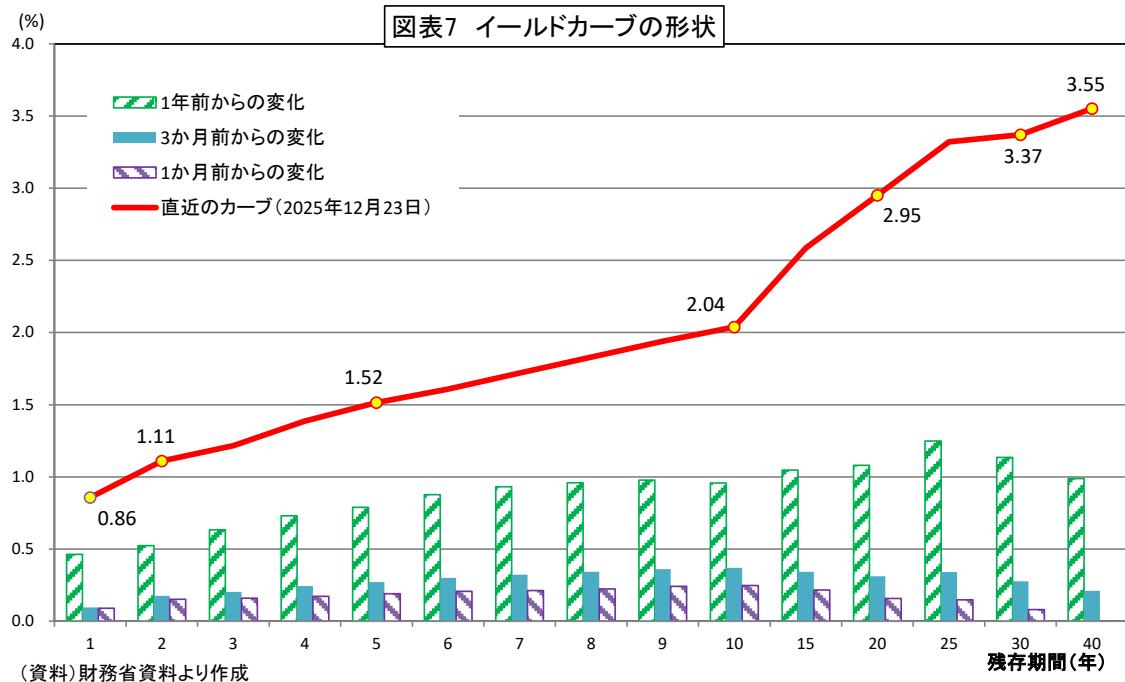
先行きについては、新米など食料高騰が続いているとはいえ、ベース効果一巡による物価上昇率の押下げは今後も継続するとみられる。また、ガソリン補給金は漸次拡大しており、販売価格は実際に下がっている（12 月中旬で前年比▲9.1%）。12 月 16 日に成立した補正予算には電気・ガス料金の負担軽減策が盛り込まれたが、政府の試算によれば 2~4 月の物価を▲0.4%ほど押下げるとしている。さらに、OPEC プラスの原油増産によって国際原油市況が軟調に推移しており、早晚エネルギーは物価を押し下げるだろう。円安がさらに進むようなことがなければ、26 年入り後には物価の鈍化傾向が強まり、年度末には 2% 前半と想定される。

金融市場：現状・見通し・注目点

夏場以降の株価上昇テンポが速かったほか、AI ブームに対する懐疑的な見方もあり、国内株式市場ではスピード調整的な動きが続いた。また、債券市場では国債増発への警戒に加え、追加利上げが現実味を帯びたことから金利上昇圧力が高まった。一方、内外金利差は縮小したにもかかわらず、日銀の次回利上げが見通しづらいことから為替レートの円独歩安状態に変わ

りはなかった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



(資料)財務省資料より作成

① 債券市場

長期金利は利上げ決定後に26年ぶりの2%台まで上昇

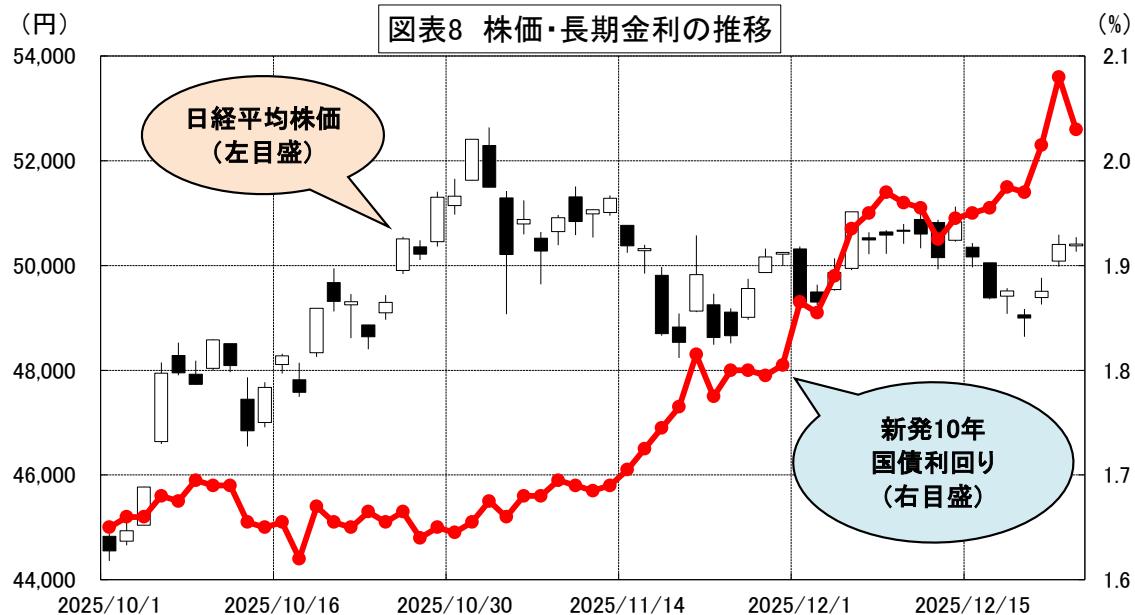
高市内閣が掲げる「責任ある積極財政」が連想させる国債増発懸念が高まるなか、長期金利（新発10年物国債利回り）は上昇傾向をたどっている。10月の金融政策決定会合後には政策委員から追加利上げに向けた地ならし的な発言が相次いだことから、マーケットではそれを織り込む動きが強まった。12月4日には長期金利は18年ぶりに1.9%台まで上昇した。19日には実際に追加利上げが決定されたが、会合後の記者会見で植田総裁が今後とも利上げを継続する方針を示したことから、長期金利は一段と上昇、22日には1999年2月以来の水準となる2.1%まで上昇した。

長期金利は高止まり状態に

26日に閣議決定が予定されている26年度予算案は、社会保障関係費に加え、防衛費や国債費なども増額が見込まれており、25年度当初予算（115.2兆円）を上回る総額122兆円程度になると報じられるなど、国債増発への警戒感は根強い。また、日銀は今後とも利上げ継続の姿勢を維持したままである。今しばらく長期金利には上昇圧力がかかるだろう。

とはいえ、アベノミクスがそうであったように、「責任ある

「積極財政」は放漫財政にはならないとみられる。また、前述のとおり、26年度入り後には物価上昇率は2%割れとなる可能性があるなど、「次の利上げ」に向けたハードルは高いことから、金利上昇はいずれ落ち着くものと思われる。



日経平均株価は調整局面

米国の利下げ再開や高市内閣の経済政策運営への期待感から日経平均株価は上昇傾向をたどり、10月下旬には初の50,000円台に到達した。11月4日には52,636円の史上最高値(ザラ場)を更新したが、AIブームへの懐疑的な見方が浮上したほか、日中関係の悪化などもあり、その後は50,000円前後でのみ合いが続いている。

10月にかけての株価上昇ペースが速すぎたこともあり、しばらくはスピード調整的な動きを余儀なくされる。また、日銀短観などでは25年度下期には減益に転じるとの見通しが示されており、株価は上値の重い展開が見込まれる。一方で、総合経済対策による景気押し上げへの期待感もあり、下値は限定的であろう。

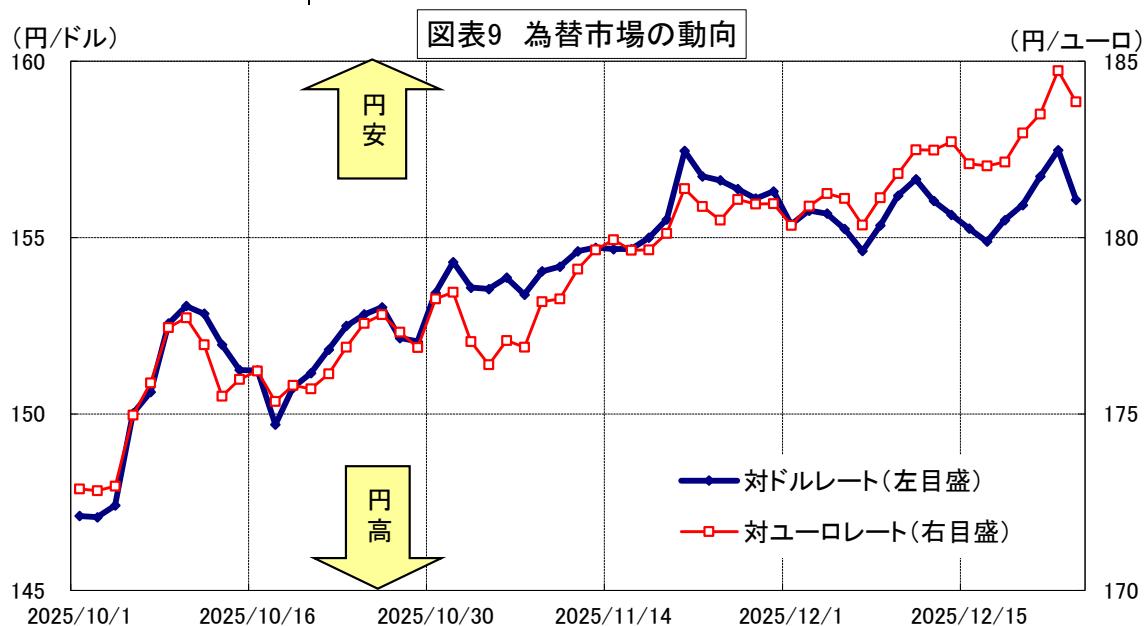
③ 外国為替市場

日米金利差が縮小したが、円安進行

10月初頭にかけて日米の金融政策運営などを材料にドル円レートは1ドル=147円前後で推移した。しかし、高市氏が自民党総裁に選出されたことで日銀の利上げは後ずれするとの観測が浮上したほか、「責任ある積極財政」路線によって円売

りが強まるとの見方から円安が進行、10月中旬には一時 157 円台となった。その後は「日銀の利上げと Fed の利下げ」への疑惑で 155 円前後でのもみ合いとなつたが、日銀の追加利上げ決定後はむしろ円安が進むなど、日米金利差が実際に縮小したことへの反応は鈍い。むしろ、次回利上げ時期が見通しづらい状況であることを円安材料とみなす向きも少なくない。

先行きについては、26年にかけての米国の利下げ余地は小さいとの思惑が浮上しているほか、日本の財政拡大は円売りにつながるとの見方も依然根強いことから、円安状態はしばらく続くだろう。先行きも円安が止まらず、160円近くになると政府の為替介入への警戒が高まるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

ユーロは 180 円台
前半で推移

ユーロの対円レートは、25年入り後はほぼ一貫して円安ユーロ高が進行、秋以降は史上最高値を断続的に更新する展開となっており、足元1ユーロ=180円台前半で推移している。欧洲中央銀行(ECB)は、インフレ沈静化を受けて25年6月に利下げして以降は政策金利を据え置いており、日欧金利差は先行きなかなか縮小しないとの受け止めがされている。ドル円レートと同様、しばらくは円安状態が続くだろう。

(25, 12, 23 現在)