

## 金融市場

## Point of View～エコノミストの見方～

10 月会合はなぜハトだったのか～金融システムレポートから読み解く～

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

## 1. 10 月の金融政策決定会合は事前の予想通り無風

- 10/30 日、日本銀行は金融政策決定会合の結果を公表し、政策金利を6会合連続で 0.5%に据え置いた。筆者を含む市場予想通りの結果であった。為替が円安方向に進行していたことや直前に米財務長官から様々な発言があったこともあり、サプライズ利上げの可能性にやや身構えていたが、日銀からの事前の情報発信との整合性という面では今回の決定に違和感はない。また、総裁の記者会見を振り返ると、現状維持を決定した主な要因として、来年度春闘における「初動のモメンタム」を確認したいとのことであり、今年 12 月もしくは 26/1 月の利上げを十分意識させるものであった。ただ、基本的見解では、「経済・物価見通しが実現していくとすれば（中略）政策金利を引き上げる」とある中、植田総裁は現状の物価および経済情勢の見通しは実現の確度が高まっているとも言及しており、それであればなぜ 10 月に利上げをしないのかという疑問が浮上しよう。この点は、①先行きのリスクを意識していることや、①の最中に②利上げをすることで来年度春闘への悪影響を避ける思惑が透けて見え、「今は良いが、これからは不透明」という判断を下したと整理できる。

特に、今年2月の拙コラム「日銀のデュアルマンドेटから考える今後の利上げパス」で指摘した通り、日銀のデュアルマンドेटの一つである「金融システムの安定」の面で日銀内での警戒度合いが高まっている様子が窺われ、日銀が展望レポートで言及する「各国の通商政策等による影響」が軽視できないものになっていることが分かった。本稿では、10 月の展望レポートおよび金融システムレポートの内容を基に、日銀は何を警戒しているのか、という点を筆者なりに整理していきたい。

## 2. 脚注5が意味するもの

- まず、日銀が従来から言及してきた「各国の通商政策等の影響」は、一義的にはトランプ関税で世界貿易量が減少し、それによる生産活動や企業収益の減少など、主に製造業に関わる影響面にフォーカスされていたように思う。しかしながら、4月同様、今回の展望レポートでも、「各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある」として、脚注5「詳しくは日本銀行「金融システムレポート（2025 年 10 月）を参照」」が付記されている。実は、筆者も、今回の金融システムレポートを一読した際に、最も注意すべきメッセージの一つと認識したのもまさにこの点であった。
- 10 月の金融システムレポートでは、金融機関の信用リスクの項目の中で、「各国通商政策の変更等の企業財務への影響」という分析が紙幅を割いて行われている。まず、当該分析の結論として、現状、日本の金融システムに何か大きな問題があるというものではなかったが、以下のリスクが指摘されている。すなわち、米国向けの輸出割合が高い輸送用機械などの一部業種では、減益幅が大きくなった場合、大企業であっても財務が脆弱な先（インタレスト・カバレッジ・レシオ<sup>1</sup>（ICR）1 倍以下かつ負債比率<sup>2</sup>が高い先）は、「債務者区分がその他要注意先以下となる割合が非線形的に増える傾向が顕著」で、「輸送用機械や鉄鋼・非鉄金属は大口貸出の比率が高く、仮に個社のランクダウンが起きると、信用コストに与える影響が小さくない」と評

<sup>1</sup> 企業の借入金利息の支払い能力を示す指標。ICR＝事業利益÷金融費用で算出され、1 倍を超えて数値が高くなるほど財務安全性が高いと評価される。

<sup>2</sup> 自己資本と他人資本のバランスを示す指標。負債比率＝負債÷純資産で算出され、（水準は業種等によって大きく異なるが）低いほど財務健全性が高いと評価される。

働いている。

また、各国の通商政策による影響は、輸出系の大企業のみならず中小のサプライヤー企業等にも及ぶとして、中小企業への影響も分析している。ここでは、サプライヤー企業が含まれる「中間財・部品製造業」において、「輸出数量の減少を伴うかの想定にかかわらず、ICRが1倍を下回る先の割合は相対的に大きく上昇する」としており、それ以外にもストレスケースを含めて様々な分析を通じて財務悪化リスクに言及している。以上をまとめると、各国の通商政策の影響は、今後、実体経済のみならず、金融システム面にも思わぬ影響がある可能性を指摘しており、「来年度春闘のモメンタムを見極めたい」という言葉の裏には、邪推だが「来年度春闘のモメンタムに影響するような重大な外部環境の変化を起こしたくない」という意図も感じられる。

### 3. 冬眠から覚めても冬だった～高市政権の意向とも整合的～

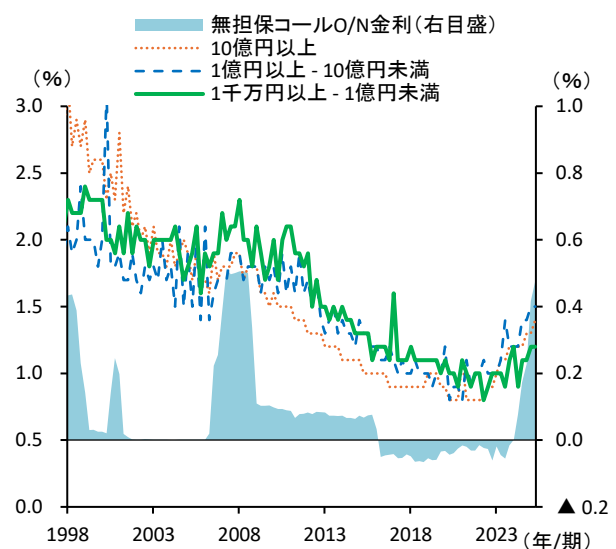
■ では、そのリスクの程度について、中小企業やそうした企業との取引が多い地域金融機関の視点で考えたい。10/15 日付拙コラム「利上げしても引き締まらない事実」では、現状、累次に亘り利上げを行っているものの、相対的に財務が脆弱な中小企業では、借入金利がなかなか上がっていない点を指摘した(図表1)。この背景には、中小企業では長期固定貸出の割合が高い点と、地域金融機関に比較的多いプライムレート連動貸出の場合、プライムレートが上昇したとしても企業側と金利交渉がまとまらない限り、金利を引き上げられない点が考えられる。

財務体質が脆弱な先にとっては、これまでの長期間に及ぶ低金利政策やコロナ禍における実質無利子無担保融資等は、景気が悪い時期でも資金調達

面や利払い面での不安を低下させるいわば“冬眠”のような役割を担ってきた。もっとも、コロナ禍が明け、一転して“金利のある世界”になると、人件費や原材料費といった様々なコストの増加に加え、足もとの利上げの影響から借入金利の引き上げにも直面している。さらに、そこに追い打ちをかけるようにトランプ関税による悪影響が見込まれるため、今後の外需環境等の次第では、企業からみると“冬眠から覚めても結局のところ冬だった”となりかねないのである。このような状況の中、来年度春闘への影響なども念頭に、10月会合での利上げは決断しにくかったとみられる。この点は、筆者の杞憂ではなく、日銀の多角的レビュー「金融緩和が金融システムに及ぼした影響」(24/8月)でも、「この間(筆者注:金融緩和期)に借入れを増やした企業の中には(中略)収益力の低迷が続く先もあった」として、「同企業は、それ以外の企業に比べ、ストレス耐性が低い。今後、金利が上昇する過程で、同企業向けの貸出案件がランクダウンの対象となることが考えられる」と明確にリスク要因として指摘しているのである。

■ さらに難しいのは、預金金利が上昇する中にあって、貸出金利を引き上げられない金融機関では、収益力の回復が遅れる反面、そうした金融機関は

(図表1) 企業の借入金利子率



(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

(図表2) 高市総理から片山財務大臣への指示書

地方創生・地域活性化の観点から、地方の持てる力を最大限に引き出すため、地域企業の価値向上につながる支援や、顧客の課題解決など、地域金融機関による金融仲介機能の一層の発揮と健全性の確保を後押しする。

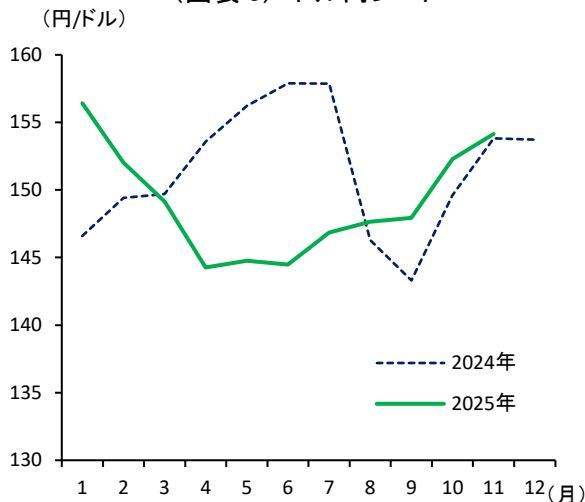
(資料) 報道情報を基に作成

ど財務が脆弱な企業との取引が多くなる傾向にあるため、引当金を積み増す余力もないという点も事態をより複雑化させている。この点は、高市総理から片山財務大臣への指示書の10項目のうち「地域金融の健全性の確保」(図表2)を踏まえると、より一層、トランプ関税による影響をギリギリまで慎重に見極めざるを得ない面があるだろう。

#### 4. 利上げが遅れるリスク～不動産バブルに対する言及～

■ もっとも、当然ながら利上げが遅れた場合のリスクもある。代表的なものを挙げれば為替円安の進行で、輸入物価の上昇を起点としたインフレの加速は避けなければならないだろう。ただし、筆者は、この点について、日銀は円相場が1ドル 160 円を突破した昨年6～7月と異なり、為替への警戒度は相対的に劣後しているとみている。今のところ原油などの商品市況が落ち着く下で、前年比でみた対ドルの為替水準も極端な円安水準とは言えず(ただし、クロス円はその限りではない)、投機筋の為替ポジションも今のところ円売りに偏っているわけではない(図表3、4)。むしろ、現状程度の円安水準を維持する方が、来年度春闘のモメンタムに影響しやすい輸出製造業の収益を下支えできると判断もあり得る。

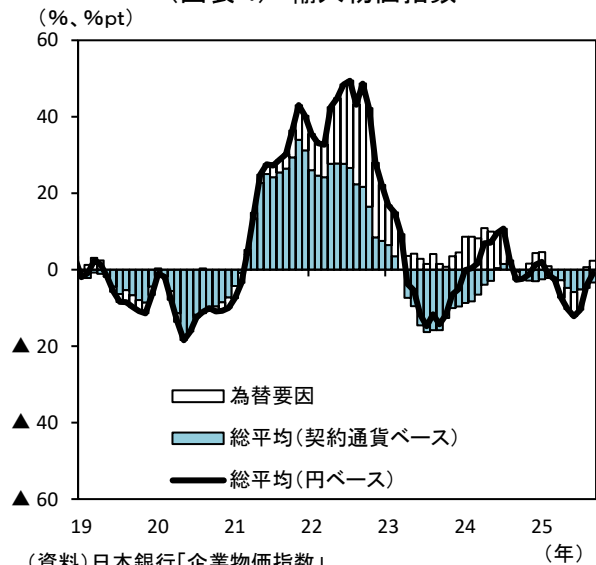
(図表 3) ドル円レート



(資料) 日本銀行、報道情報

(注) 東京市場・スポット・17時時点/月中平均値。なお、25/11月は11/4日正午時点のドル円レート

(図表 4) 輸入物価指数



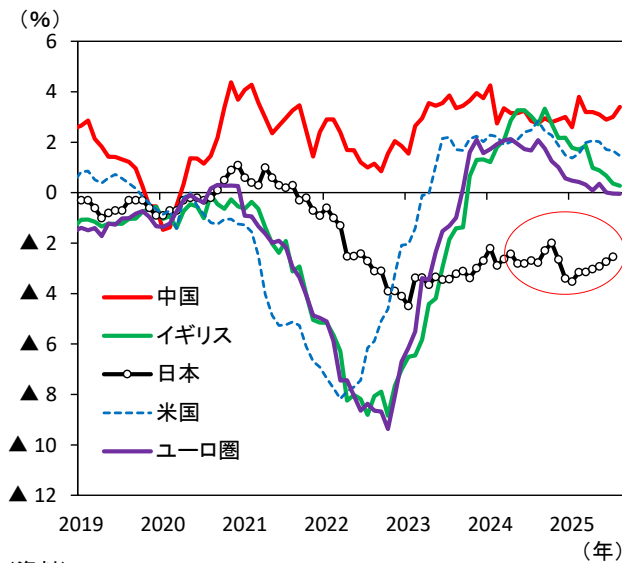
(資料) 日本銀行「企業物価指数」

■ 他方で、不動産市場の過熱感については、日銀の警戒モードが引き上がっているように窺われる。すなわち、10月の金融システムレポートでは、足もとの不動産価格の動向について、マンション投資では「イールドギャップは低下しており、価格上昇期待に基づく投資需要等も反映している可能性がある」ほか、商業用不動産でも「賃料のさらなる上昇や不動産価格の短期的な上昇を見込んだ投資家による低利回り案件が増えているとの指摘もある(英訳版: These investors appear to be speculating on further increases in rents and short-term rises in real estate prices)」と言及している。これは局所的ではあるものの、日銀がバブルの発生を認識したと筆者は解釈している。実際、図表5に示す通り、利上げをしても実質金利がマイナス圏に没する中で、国内銀行の不動産業向け貸出は、この間の不動産価格の高騰等も相まって伸びが加速しており、この点だけを取り出してみれば田村審議委員が主張する通り、過熱感を抑制するために中立金利へ近づけておく必要が高まっているように見える(図表6)。

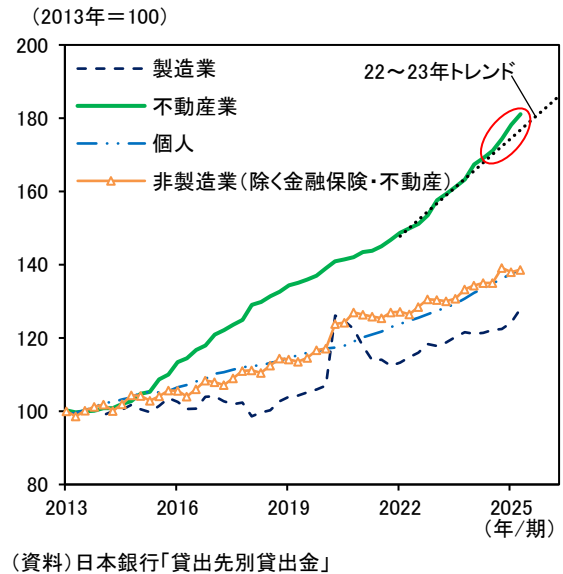
なお、少なくとも現状のインフレに対して政策対応が後手に回る“ビハインドザカーブ”のリスクについて、日銀は目下のインフレの主因である食料品価格の上昇を「一時的」と明言しており、植田総裁をはじめ日銀執行部のリスク認識は高まっているように感じられない。



(図表 5) 主要国・地域の実質金利(CPI ベース)



(図表 6) 国内銀行の業種別貸出金の推移  
(銀行勘定ベース)



## 5. 次回の利上げは

■ 以上を踏まえると、一見すれば無風のようにも見えた 10 月の金融政策決定会合は、利上げするリスクと利上げが遅れる場合のリスクを比較衡量した上での厳しい決定だったと推察する。25/10-12 月期は、トランプ関税による駆け込み後の反動や、オランダの半導体ネクスperiaの出荷停止による自動車生産の停止リスク(ただし、出荷再開との報道もある)、政府閉鎖で米国の経済統計が公表されない事態など様々なリスクが存在する。こうした中、トランプ関税による影響が日本の実体経済のみならず、金融システムまで影響が及ぶリスクがあるとすれば、9月会合から利上げの提案が支持を広げられなかったのも頷けるだろう。

では、次回の利上げ時期だが、筆者は引き続き 26/1 月が中心とみている。地方や中小企業の動向は利上げを判断するにあたり極めて重要なポイントになり得るため、年明けの支店長会議での情報収集が重要なカギを握るとみている。特に、地方で経済分析を行う筆者からみると、昨年と比べ地域経済はマクロ統計が示すほど景気に力強さがみられないため、植田総裁が記者会見で「利上げをした場合に出る影響の中で一番心配しているリスクですが、それはいろんなことを心配します」と心情を吐露した通り、日銀も景気動向を慎重に判断するだろう。ただし、Fed が次回の FOMC で利下げを見送るなどタカ派転換した場合には、為替円安が無視できない水準まで加速する可能性があることから、ギリギリまで 12 月利上げの可能性に含みを持たせつつ、政策のフリーハンドを維持するとみている。

以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。