



日銀は年内利上げ再開の公算

客員研究員
古金 義洋

○通商政策の不確実性は低下したが、不確実性の水準は高いというのが現在の日銀の認識

7月30～31日の金融政策決定会合で、日銀は事前の予想通り金融政策を維持し、政策金利を据え置いた。

日銀は5月、6月の政策決定会合で「各国の通商政策の不確実性」により政策金利を据え置いていた。7月22日に日米が関税措置で合意していたことから、政策金利据え置きの主因だった「不確実性」について日銀がどう判断するかが注目されていたが、結局、日銀の判断は、不確実性は低下したが、不確実性の水準は高い、との玉虫色のものだった。

政策会合後の記者会見で、植田総裁は「関税率がどうなるかという不確実性は低下したが、ある程度、高い関税がかけられることは確定的で、影響がどこにどう出るかはわからない。一気に霧が晴れるということはなかなかないと思う」と述べた。

また「今年の後半にはある程度のマイナスの影響が発生することを見込んでいる。世界全体、日本も含めて減速に向かうが、その減速の程度を見極めるという意味で不確実性は高い」とも述べた。

このように、日銀は不確実性を理由に政策金利を据え置いているものの、より長い目でみると、金融正常化の方針を維持しているというのも確かだ。

「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」というの

が、現在の日銀の金融政策の基本姿勢になっている。

政策金利について、植田日銀総裁は、昨年来「見通し期間の後半にかけてのどこかでは基調的な物価上昇率が目標の2%に達するのではないかと思っている」「(そうなれば)政策金利は概ね中立金利水準になっている」と述べている。

その中立金利の水準について、植田総裁は「狭い範囲に絞り切れていない」と述べているが、自然利子率（実質中立金利）がマイナス0.5%～ゼロで、2%物価上昇の目標が達成できているとすれば、その時の名目中立金利は1.5%～2%になる。

日銀が重視する基調的な物価上昇率が目標の2%に達する時期については、前回5月の展望レポート（「経済・物価情勢の展望」）で、それまで想定されていた「25年度後半～26年度中」から「26年度後半～27年度中」へと、1年程度先送りされた。

1年先送りは、関税の影響による成長ペース鈍化により、基調的な物価上昇率がしばらく伸び悩むことが原因だ。

5月、7月の展望レポートでは、関税の影響によって成長ペースが鈍化する点を想定して「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、成長率が高まるもと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」と述べている。



仮に、2年後の2027年7～9月に物価目標が達成し、政策金利が中立金利水準（1.5%～2.0%）の1.75%に引き上げられるとすると、機械的な計算では、約5か月に一度、0.25%ポイントの利上げを行なうことになる。

○日銀の重視する「基調的物価上昇」はなお2%を下回る

日銀は金融政策の判断に当たって、前述した通り「基調的物価上昇」を重視している。ただ、基調的物価上昇が具体的にどういう指標なのかははっきりしない。

植田日銀総裁は、輸入物価上昇などによるコスト増を価格転嫁する動きを「第一の力」、賃金上昇に由来する物価上昇圧力を「第二の力」としており、後者の第二の力による物価上昇を基調的物価上昇と考えているもようだ。そうした点でいえば、基調的物価上昇は抽象的な概念に思える。

今年1月の政策決定会合後の記者会見で、植田日銀総裁は、基調的な物価上昇率はどの程度なのかと聞かれ、「これは私どもなりに工夫したかつ定量的な基調物価の指標みたいなものをおみせして、それがこう動いてるといふことができれば一番いいわけですがけれども、まだ残念ながらそこに到達しておりません。基調物価に関係する分かりやすい指標としては、そのものではないですけど、賃金上昇率であったり、様々な期待インフレ率であったり、だんだん抽象的になってしまいますが、賃金が物価にどれくらい転嫁されるか、更にその背景にある経済の動き、こういうものを総合してみていくというお答えを取りあえず今日のところは続けさせて頂きます」と答えていた。

このように基調的物価上昇は抽象的

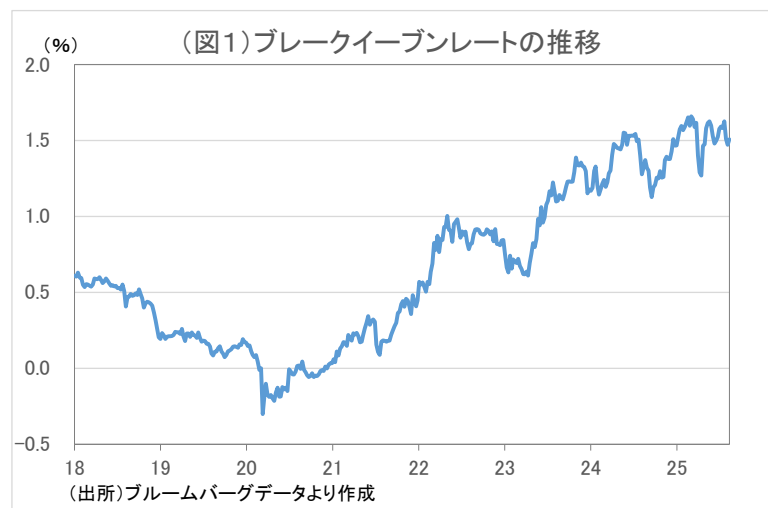
な概念と思われ、その定義は曖昧だが、にもかかわらず、植田総裁は基調物価上昇率について「2%をやや下回っている」と具体的な数値を述べている。これは、基調的物価上昇の指標として植田総裁が示した「様々な期待インフレ率」の多くが1.5%～2.0%程度で推移しているからだろう。

7月の展望レポートでは、「物価の基調と密接に関連する人々の物価観を示す予想物価上昇率に関する諸指標も、緩やかに上昇している」と述べている。予想物価上昇率に関する指標が物価の基調を示す具体的な指標の一つと考えているように見受けられる。

「予想物価上昇率に関する諸指標」として、日銀は展望レポートで、各種調査による市場参加者、エコノミスト、家計、企業などの物価見通しや債券市場の動きを反映した予想物価上昇率などを挙げている。

そのなかで、例えば、債券市場の動きを反映した予想物価上昇率としての、10年もの国債のブレイクイーブンレート（10年もの国債利回りから物価連動債利回りを引いたもの）の動きをみてみよう（図1参照）。

2010年に一時マイナス域に低下したが、その後は上昇傾向を続けている。足元では25年3月に1.7%台に上昇した後、直近8月15日時





点では1.5%とやや低下した。この水準は「2%をやや下回っている」とする日銀の基調的物価上昇の水準にほぼ合致しているように思われる。

○3%超えの状況が続く実際の物価上昇率の動きを注意すべきとの見方が強まっている

基調的物価上昇率が関税の影響によって目標の2%手前で伸び悩むのに対し、実際の消費者物価上昇率については、6月時点で総合が前年比3.3%上昇、コア消費者物価（除く生鮮食品）が同3.3%上昇、コア・コア消費者物価（除く生鮮食品、エネルギー）が同3.4%上昇と3%を超える物価上昇が続いている。

6月の消費者物価前年比の大きな押し上げ要因となっているのが、生鮮食品を除く食料で前年比8.2%上昇（消費者物価全体の前年比上昇率に対する寄与度は2.0%）している。うちコメが前年比99.2%上昇（寄与度は0.4%）している。

コア消費者物価についての、7月展望レポートでの日銀の予想は、2025年度2.7%（前回4月時点の見通しは2.2%）、26年度は1.8%（同1.7%）、27年度2.0%（同1.9%）で、食料品価格上昇の影響から25年度予想を中心に上方修正された。

展望レポートでの中心的な物価予想は「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」というものだ。だが、2020年から昨年9月まで続いた急速な円安基調に幾分歯止めがかかり、輸入物価が下落するなかでも、食料品価格が上昇し続けていることを考えると、「食料品価格上昇の影響は減衰していく」とする日銀の予想には疑問もある。

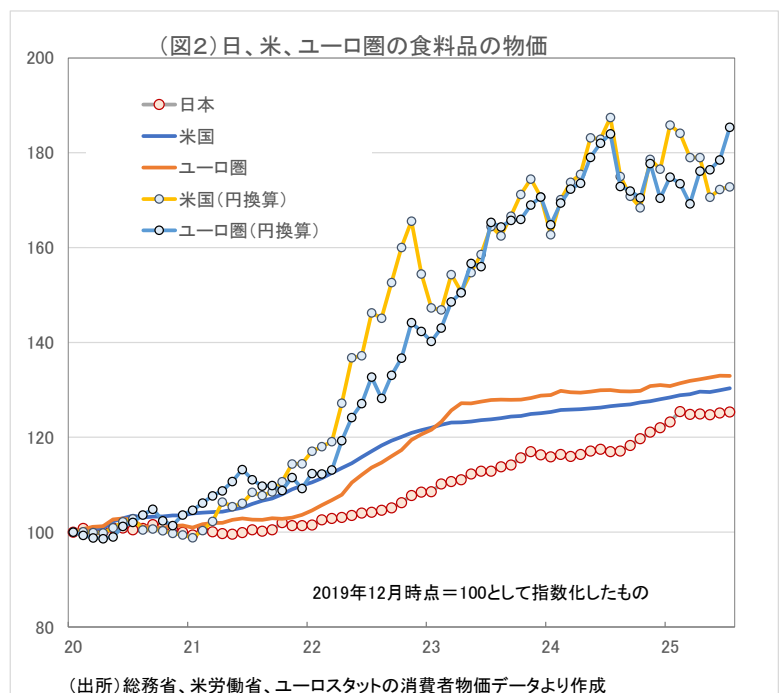
円安基調に歯止めがかかったにもかかわらず、食料品価格が高騰しているのは、

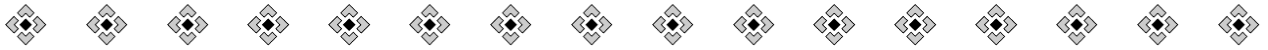
そもそも円相場の「水準」が安すぎるためだろう。

欧米諸国に比べると日本の食料品価格は極めて安い。食料自給率の低い日本の食料品価格については上昇テンポが鈍化することはあっても、内外の価格差が縮小するまで、上昇傾向が続く可能性がある（図2参照）。

7月政策決定会合後の記者会見では、日銀の政策がビハインド・ザ・カーブ（物価が上昇しているにもかかわらず、利上げなどによる物価上昇への中央銀行の対応が遅れること）のリスクについて問われ、植田総裁は賃金が物価に影響し、物価が賃金に影響するというメカニズムは続いているが、上昇が加速しているわけではないことが、ビハインド・ザ・カーブに陥ってないことの一つのポイントと答えている。

一方、植田総裁は、消費者物価総合（ヘッドライン）の動きが、基調的物価上昇に、あるいは予想物価上昇率に影響を及ぼしてしまう可能性は、以前よりも注意してみていかな





ければいけない、とも述べている。

また、実際の物価上昇が基調的物価上昇に影響を及ぼす可能性についての別の記者からの質問に対して、植田総裁は「ここ3年くらいを振り返ってみますと、一つのメカニズムを申し上げれば、ヘッドラインのインフレ率が高いことがある年に、その次の年の賃金上昇率に影響を与えて、そうするとまたサービス価格に跳ねるというかたちで、だんだん基調的物価にも影響する、そういうメカニズムはあったと思います。従って、ヘッドラインのインフレが高いという状態が長く続くという場合にはある程度注意しないといけない」とも、述べている。

確かに、日銀は政策判断を行うに際し基調的物価上昇を最重要視しているが、実際の物価上昇を、より重視していくべきとの見方も強まっているようだ。

7月政策決定会合における「主な意見」のなかでは、「基調的な物価上昇率は、特定の数値として示すことは難しいが、中央銀行が金融政策を運営するうえで、大事な概念である」の意見が示された。

その一方で、「基調的なインフレ率が2%を大きく下回っている間は、政策判断にあたって実際のインフレ率よりも基調を重視することになるが、基調が2%に近づくにつれ、実際のインフレ率も重視する度合いが徐々に高まっていく」との意見や「物価動向に関する対外コミュニケーションの中心を、『基調的な物価上昇率』から、『物価の実績と見通し、需給ギャップや予想物価上昇率』に変えていくべき局面である」との意見も示されている。

基調的物価上昇が2%を下回っているとしましても、実際の物価上昇が3%超の状況を長期にわたって放置することに対しては「ビハインド・ザ・カーブ」の批判は徐々に強まって

いく可能性がある。

高めの春闘賃上げが実現したにもかかわらず、食料品などの物価高騰が実質賃金減少につながっている。それが個人消費などに悪影響を及ぼしている現状からみても、日銀としては実際の物価上昇に配慮する必要があるだろう。金融正常化の遅れは円安につながって、それが一段の物価上昇を招くことがないよう、注意する必要があるだろう。

〇年内利上げ再開の公算

日銀は金融正常化の長期的な方針を維持している。前述した通り、5月、6月の政策決定会合に続き、今回7月の会合でも政策金利が据え置かれたのは、主に「各国の通商政策の不確実性」のためだが、7月22日に日米が関税措置で合意したことは「不確実性」を低下させた。

関税が日本経済に及ぼす影響について、最大の懸念材料となっているのが、自動車関税だ。だが、日本の自動車メーカーは関税分に相当する輸出価格引き下げを行なっている。自動車メーカーにとって関税は円安で膨らんだ利益を縮小させる要因になるが、輸出数量の減少→国内自動車生産の落ち込み、といった形で、関税が国内景気を大きく悪化させることはないとみられる¹。実際、6月日銀短観の大企業・製造業、業況判断D Iは上昇した。

食料価格を中心とした物価高騰が消費を低迷させている現状から、日銀は長期にわたる金利据え置きが円安につながり、食料品などの物価上昇が続かないよう、配慮する必要があるだろう。日銀は年内に利上げを再開する公算がある。

¹ 古金「トランプ関税が対米自動車輸出に及ぼす影響は？」J A共済総合研究所、「共済総研フラッシュ」