



日銀の利上げペースは速まり、9月利上げの公算も

客員研究員
古金 義洋

○2026年度後半以降、コア消費者物価の前年比は「2%をはっきりと上回る」というのが日銀の見方

日銀は、7月30～31日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利を1.0%に据え置くことを決めた。

3か月ごとに発表される展望レポート(「経済・物価情勢の展望」)によれば、審議委員の2026年度実質GDP成長率の大勢見通しの中央値は0.6%と、中東情勢悪化による原油高という逆風のなかで、前回4月時点の予想(0.5%)とほぼ変わらない予想値になった。

展望レポートは「中東情勢の影響を受けた春先以降の原油価格上昇が下押し要因となるものの、グローバルなAI関連需要の増加に加え、政府による各種施策や緩和的な金融環境等が経済を下支えすると考えられるため、わが国経済は、伸び率を縮小しつつも、緩やかな成長を続けるとみられる」と述べた。

中東情勢悪化の影響をAI関連需要や政府の施策などが相殺したという見方だ。

実際、6月調査・日銀短観によれば、大企業・製造業の業況判断DI(「良い」と考える企業の比率マイナス「悪い」と考える企業の比率)は、プラス22と前回3月調査時点のプラス17からプラス幅が拡大した。非製造業の同DIも3月のプラス36から6月は37とわずかだがプラス幅が拡大した。

エネルギーの中東依存度が大きい日本では、ホルムズ海峡封鎖が景気に及ぼす悪影響が極めて大きいとみられていたが、予想外に景気は順調に拡大したことになる。

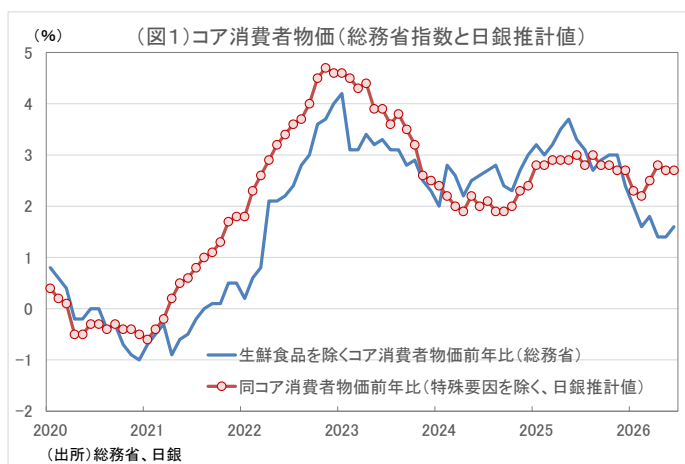
一方、2026年度の消費者物価指数(除く

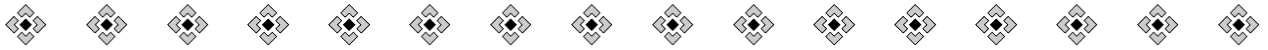
生鮮食品)前年比の大勢見通しの中央値は2.5%と前回4月時点の予想(2.8%)から幾分下方修正された。

展望レポートによれば「政府による夏場のエネルギー負担緩和策(電気・ガス代)の効果等」が物価見通し下方修正の理由とされた。

だが、物価の予想値が下方修正されたとはいえ、日銀は物価の見方を楽観視しているわけではない。展望レポートは「物価の先行きを展望すると、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、これまでの原油価格上昇が、エネルギーや財を中心に価格を押し上げるほか、グローバルなAI関連需要の増加に伴う半導体価格等の上昇や最近の為替円安が耐久財等の価格上昇につながることから、2026年度後半以降、2%をはっきりと上回る水準まで伸び率を高めていくと予想される」と述べている。

総務省が発表した6月の生鮮食品を除くコア消費者物価の前年比は1.6%と2%を下回る。だが、ガソリンや電気・ガス代等の負担





緩和策などの特殊要因を除く形で、日銀が発表している「特殊要因を除くコア消費者物価（生鮮食品を除く）」は、6月時点で2.7%と2%超の状態が続いている（図1参照）。

ここまでは前年のガソリン価格が高かったため、ガソリン補助金が前年比の物価上昇率を低下させる効果があったが、7月以降、ガソリン価格は前年水準と近くなり、ガソリン補助金によるコア消費者物価の前年比押し下げ効果は小さくなる。

これに加えて、①原油価格上昇、②AI関連需要の増加に伴う半導体価格等の上昇、③円安の影響、により、2%を下回っていたコア消費者物価の前年比は26年度後半以降、はっきりと2%を上回ってくるはず、というのが日銀の見方だ。

○基調的な物価上昇率は2%に近づいているため「これまで以上に物価の上振れリスクを意識する必要がある」というのが日銀の認識

もっとも、日銀は政策判断を行うにあたって、コア消費者物価など単一の物価指標ではなく、やや概念的な指標ではあるが、賃金動向、中長期的な予想物価上昇率や企業の賃金・価格設定行動などの影響を受けやすい「基調的な物価上昇率」を重視する。

展望レポートでは、この「基調的な物価上昇率」について、「人手不足感の強い状況が続くなかで、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026年度後半から2027年度にかけて『物価安定の目標』と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる」とし、「基調的な物価上昇率が目標とさ

れる2%に近づいている」と述べ、2%物価目標の達成に近いとの認識を示した。

また、展望レポートでは、経済・物価予想の上振れ・下振れのリスクについて、「経済見通しについては、概ねバランスしているが、物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい」とした。

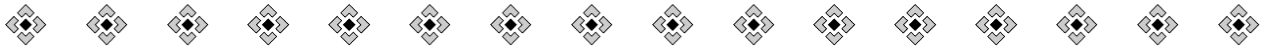
物価見通しの上振れリスクが大きい点に関して、展望レポートは「基調的な物価上昇率については、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることや、中長期的な予想物価上昇率が引き続き上昇していることなどを踏まえると、2%の『物価安定の目標』を超えて上振れていくリスクがある。こうしたリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないように、十分に留意する必要がある」と述べた。

つまり、①企業の賃金・価格設定行動の積極化、②中長期的な予想物価上昇率の上昇が、基調的な物価上昇率の上振れにつながっている、というのが日銀の認識だ。

ちなみに、前回4月時点の展望レポートでの経済・物価に関するリスクバランスに関しては「経済の見通しについては下振れリスク、物価の見通しについては上振れリスクの方が大きい」とされていた。

経済見通しのリスクが、4月時点の「下振れ」から今回「中立」に変わったことで、日銀は、景気の下振れより、物価の上振れリスクに注意しなければならない状況になっている。

植田日銀総裁は金融政策決定会合後の記者会見で、基調物価が2%を上振れしていくリスクに関して、「4月、6月と基調物価が2%を超えて上振れするリスクは徐々に高まってきている、今回の7月も含めて高まり続けているのか、今後も高まっていく可能性が高いと



みているのか」との記者からの質問に対し、「ここ数か月、様々な要因がそういう方向に働いている」「特にここ1、2か月注目しました、あるいは注目していますのは中長期の期待インフレ率といいますか、これに関する指標がいくつか出まして、皆、底堅いというか、一部はかなり上昇している。これは中長期の期待インフレ率ですから、基調インフレとも密接な関係を持つということで注目している」と答えた。

植田総裁のこの発言からすれば、日銀の認識として、物価の上振れリスクの程度は徐々に高まっており、物価に対する警戒を一段と強める必要がでてきているとみられる。

実際、日銀短観や生活意識に関するアンケート調査などをみると「中長期の期待インフレ率の指標」は上昇している。

6月調査・日銀短観の「企業の物価見通し」によれば「5年後の販売価格の見通し」は前回3月調査の5.6%上昇から6月調査では6.1%とかなり上方修正された。

また、6月の生活意識に関するアンケート調査によれば「5年後の物価は現在と比べ毎年、平均何%程度変化すると思うか」についての回答は、平均10.8%で、前回3月調査の同10.3%からやはり上方修正された。

また、植田総裁は記者会見で「基調的な物価上昇率が2%に近づいている」なか、「基調的な物価上昇率が2%の物価安定の目標を超えて上振れしていくリスクが顕在化し、経済に悪影響を及ぼすことがないように、2%程度水準に安定させていく観点が重要で、これまで以上に物価が上振れするリスクを意識する必要がある」と述べた。

帝国データバンクによれば、8月の値上げ品目は2,311品目と、前年同月比83%増加した。植田総裁が指摘した「中長期の予想物価

上昇率の上昇」に加え、飲食料品の値上げにみられる「企業の賃金・価格設定行動の積極化」を考慮すると、日銀は利上げによって物価の上振れを防がなければならない状況になっていると考えられる。

○植田総裁は「利上げのペースを速めるということも十分にあり得る」との考え

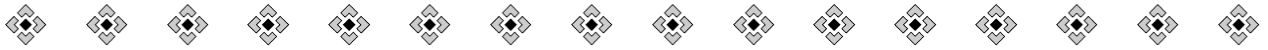
一方、ここまで日銀が目指す金融正常化の障害となっていたのが、日銀の利上げに対する政府からのけん制姿勢だったといわれる。ただ、米国からの援護射撃により、当面、政府からの利上げけん制の動きは弱まりそう

だ。日銀が政策決定会合で政策金利据え置きを決めた同日の7月31日、為替市場で日米協調介入が実施された。協調介入実施は、東日本大震災で円高が進んだ2011年以来15年ぶり、円買いの協調介入は金融危機時の1998年以来28年ぶりだ。

協調介入実施について米国側にどういうメリットがあったのか、「米製造業の価格競争力を回復させるため」など諸説がささやかれたが、8月4日の日本経済新聞によるベッセント米財務長官へのインタビュー（8月6日朝刊掲載）によれば、協調介入の理由について、同氏は「アジア通貨危機への波及懸念」だったと述べている。

同氏は「アベノミクスの時代は終わった」と述べ、高市政権がインフレ下でも依然として拡張的な財政政策を続けていることに懸念を示し、また、植田日銀総裁について「市場感覚にたけており深く信頼している」と述べ、日銀の利上げを促す意向を示した。同氏は日銀の利上げについて以前から「後手に回っている」と述べていた。

結局のところ、米国が協調介入に踏み切っ



たのは、日本発の世界的金融危機を回避するためであり、日本が財政政策を見直し、利上げペースを速めることを暗に期待して協調介入実施に踏み切ったとも言っている。

政府と日銀とは「緊密に連携」して、政策運営を行うとされている。だが、両者の力関係から言えば、「緊密な連携」は日銀が政府の政策を黙認し、手助けすべきだという意味にもなりかねない。結果として、政府によるけん制で金融政策の中立性が損なわれる懸念にもつながる。日銀が政府に従属しすぎであると金融市場が解釈するようになれば、円の信認が低下し、円安やインフレ加速を招くおそれもある。

ただ、植田総裁はこうした金融政策の中立性の問題を意識してか、これまでノーコメントだった高市政権の財政政策について、今回の記者会見では、間接的ながら高市政権の財政政策についてコメントしている。

1月の政策決定後の記者会見では、消費税減税の物価や実体経済に及ぼす影響についての質問に対し、植田総裁は「消費税率をどうするかということは財政政策でありまして、これは政府・国会でお決めになること」と答えていた。

だが、今回の記者会見では、食料品の消費税減税の影響についての記者からの質問に対し、植田総裁は「食品価格が消費税率の低下をそのまま反映して動くかどうかについては不確実性がある」「食品の消費税率が下がるとの予想、下がってからまた2年後には上がるという予想、これらが消費者の買い控えや反動を起こすなど非常に複雑で、それらをすべて総合して消費への影響を分析していく」と述べた。

消費減税実施にはその影響についての詳細な分析が必要で、場合によっては経済に不要

の混乱を及ぼすおそれがあることを踏まえて決定する必要があると、苦言を呈したようにもみえなくもない。

また、前回6月の政策決定会合後、植田総裁の代わりに記者会見に立った内田副総裁は、政府の拡張的な財政政策についての質問に対し、「財政についてはこれは政府と国会の責任と判断においてやっておられることですので、私からコメントすることはありません」と述べていた。

だが、今回の植田総裁の記者会見では「私もから財政政策をこういうふうにしろということを政府に向かって申し上げる立場ではない」としながらも、「拡張的な財政運営というふうにおっしゃってるだけではなくて、責任ある積極財政ということで、財政規律にも一定の配慮はされつつ、政策運営をされていくということだと思います」と述べた。

高市政権の「責任ある積極財政政策」についての財政規律への配慮が十分でなく、必ずしも市場の信認を得られていないことへの懸念表明とみられる。

金融市場が9月以降の利上げの有無とそのペースに注目していることは言うまでもない。その点に関し、「これまで行われてきた利上げにもかかわらず、金利コストの低い状態が続いているなど、想定されていた利上げの効果がでてきておらず、一方で基調的な物価上昇率が上昇しているというのは、利上げのペースを速める必要性があるのではないか」という記者からの質問に対し、植田総裁は「悩ましいポイント」であるとしながらも、「物価情勢をにらみながら、このままでは金融環境が緩和的に過ぎるというふうに思えば、それは利上げのペースを速めるということも十分あり得る」と答えた。

植田総裁が今後の利上げについて示唆する



発言を行ったことは大きなサプライズとして受け止められている。異例の、早期利上げを示唆する発言とも言える。質問した記者が指摘した通り、植田総裁も、ここまでの利上げの効果が十分に表れておらず、利上げペースを速める必要性が強まっている点を認識し始めているのではないかとみられる。

日銀の重要視する基調的な物価上昇率が2%に近づいており、その上振れリスクも高まっていること、政府の利上げけん制姿勢が弱まっていること、などから、これまで半年に1回程度だった利上げのペースは速まるとみられる。そして、次回の利上げは9月になる可能性がある。

以上