

インフレリスクを重視、6月利上げを目論む日本銀行

～米国とイランは戦争終結に向けた協議を続行～

南 武志

要旨

米国はイランとの停戦を無期限で延長し、戦争終結に向けた協議を続行しているが、最終合意には至っていない。ホルムズ海峡の開放は未だ実現しておらず、世界経済は原油供給懸念に晒されたままである。しかし、マーケットは事態の行方を引き続き楽観視しており、AIブームによって株価は史上最高値を断続的に更新するなど、活況を呈している。

イラン情勢を受けて、政府は3兆円規模の補正予算案を編成する方針であり、エネルギー価格抑制に注力するほか、原油などの代替調達先の確保を進めている。26年春闘での賃上げは堅調さを維持しているとはいえ、消費マインドが大幅に悪化したほか、輸出も悪化が見られるなど、イラン情勢の悪化は国内景気を徐々に下押しつつある。

こうしたなか、日銀はインフレリスクへの警戒を強めている。5月に入り、政策委員が相次いで早期利上げの必要性を訴えるなど、6月利上げが現実味を帯びている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2026年				27年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.727	0.70~1.05	0.95~1.05	0.95~1.30	0.95~1.30
国債利回り	20年債 (%)	3.595	3.50~4.00	3.55~4.05	3.60~4.10	3.65~4.15
	10年債 (%)	2.680	2.50~3.00	2.55~3.05	2.60~3.10	2.65~3.15
	5年債 (%)	1.930	1.80~2.30	1.90~2.40	1.95~2.45	2.00~2.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	159.4	150~165	150~165	150~165	150~165
	対ユーロ (円/ユーロ)	185.5	175~190	175~190	175~190	175~190
日経平均株価 (円)		64,999	64,000±5,000	65,000±5,000	66,000±5,000	67,000±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)

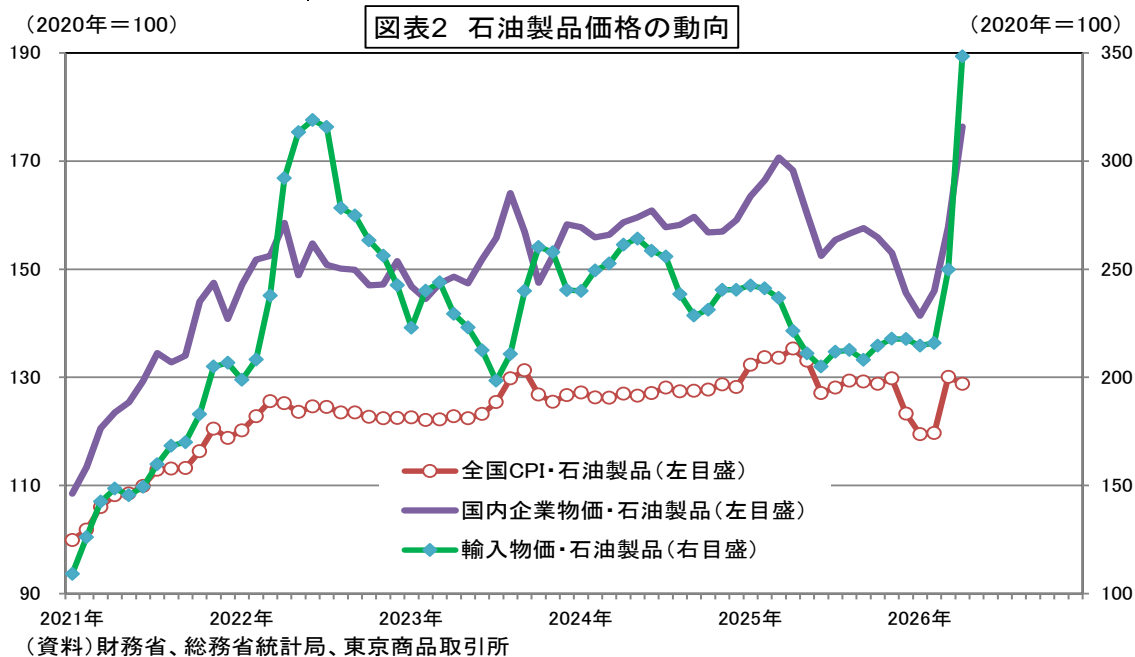
(注)実績は2026年5月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

戦争終結に向けた協議が続行

2月28日に米国・イスラエルが共同でイランに対する軍事作戦を実施したことで、中東情勢は劇的に悪化した。その余波でペルシャ湾岸の産油国からのエネルギー輸送の要衝であるホルムズ海峡は事実上封鎖されたことで国際原油市況は急騰、原油供給懸念も広がった。その後、4月8日にパキスタンの仲介で米国とイランとの間で2週間の停戦合意が成立した。ホルムズ海峡近辺では局地的かつ散発的な衝突が散見されるものの、米国は停戦を無期限で延長する考えを示しており、イランの核開発問題など戦争終結に向けた協議が行われている。しかし、現時点では最終合意には至っていない。

一方、4月の停戦合意ではホルムズ海峡の開放が明記された

ものの、実際にはそうした運用はなされておらず、加えて米国が逆封鎖をするなど事実上の封鎖状態は続いている。そのため、ホルムズ海峡を通過する石油タンカーなどは激減しており、世界経済は原油供給懸念に晒されたままである。日本の物価統計からは石油製品価格の急上昇が確認できる。特に輸入物価の石油製品は前年比 57.3%となった。



1～3 月期の経済成長率は年率 2.1%と堅調

以下、足元の国内景気動向について確認したい。1～3 月期の実質 GDP は前期比 0.5%、同年率 2.1%と 2 期連続のプラス成長で、潜在成長率（年率 0%台半ば）を大きく上回るなど、堅調な内容となった。内訳を見ると、トランプ関税の影響が一巡して世界貿易が持ち直し傾向にあったこともあり、輸出等が同前期比 1.7%と 2 期連続の増加となったほか、民間消費（同 0.3%）、民間企業設備投資（同 0.3%）、公共投資（同 1.4%）も底堅く推移した。

イラン情勢悪化によってマインドや輸出・生産が下振れ

一方、GDP デフレーターは前年比で 3.4%と 14 期連続のプラスとなった。輸入デフレーターが同 3.2%と上昇に転じた半面、国内需要デフレーターは同 2.6%と一定の上昇率を維持、価格転嫁の動きが定着していることが確認できた。

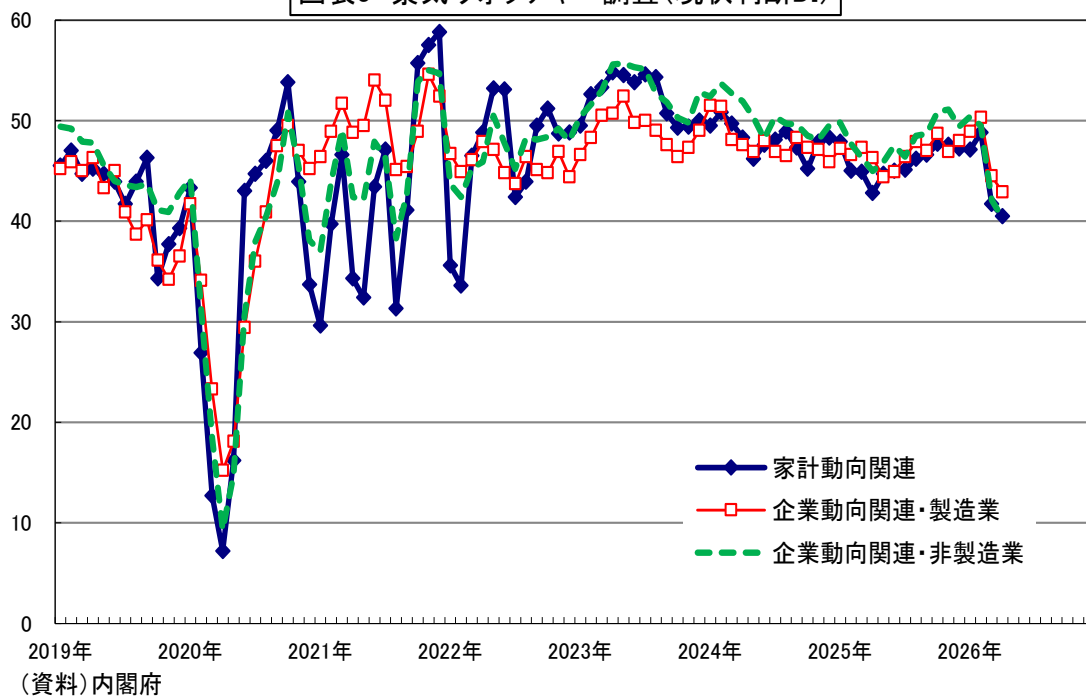
月次指標を確認すると、3 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+0.2 ポイントと 2 か月ぶりに上昇、基調判断は「下げ止まり」から「上方への局面変化」へ上方修正された。一方、4 月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI は前月か

ら▲1.4ポイントと、イラン情勢の悪化を受けて大幅に悪化した3月分から一段と低下した(2か月連続)。「先行き判断」DIは同+0.7ポイントと3か月ぶりに上昇したが、「現状判断」DIと同様、判断基準である50を大きく割り込んだ。

4月の実質輸出指数は前月比▲2.8%と2か月ぶりに低下、1~3月平均を3.1%も下回った。トランプ関税の影響が一巡しつつあったが、ホルムズ海峡の事実上の封鎖が世界貿易の新たな障害となっている。また、3月の鉱工業生産は前月比▲0.4%と2か月連続のマイナスだった。原油調達難から化学工業や石油製品工業が大きく低下したことが見てとれる。4月の製造工業生産予測指数(予測誤差補正後)は同▲1.0%と、さらに低下する可能性がある。

また、3月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は同▲9.4%と2か月ぶりに減少したが、激増した2月分(同13.6%)からの反動としては限定的だった。また、1~3月期は前期比6.4%と2期連続の増加で、事前見通し(内閣府集計、同▲4.2%)を大幅に上回った。同時に発表された4~6月期見通しも同0.3%と増加見通しである。ちなみに、4月の工作機械受注(内需)は前年比43.4%と激増するなど、イラン情勢の悪化による影響は出ていないようだ。

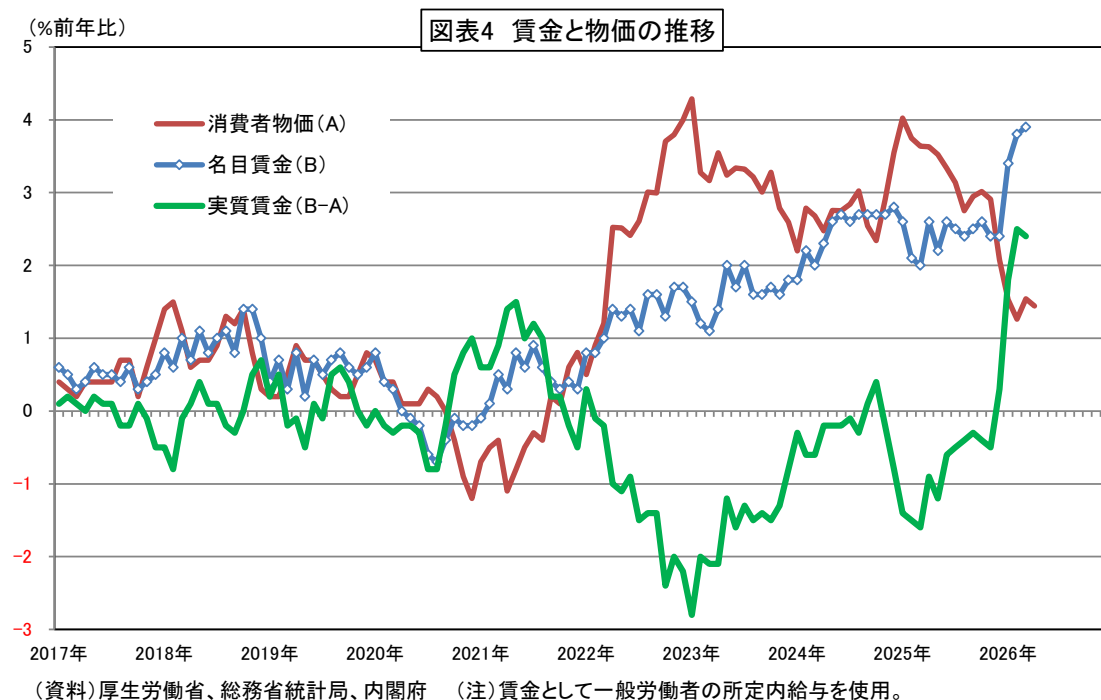
図表3 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



物価鈍化で実質賃金は前年比プラス幅を拡大

3月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.1%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与も同3.9%と、上昇基調を維持している。後述の通り、26年入り後は物価上昇率の鈍化傾向が強まっていることもあり、実質賃金は前年比プラスの状態を維持した。現金給与総額ベースで同1.6%、一般労働者の所定内給与ベースでも同2.4%と、いずれも4か月連続のプラスであった。

とはいえ、イラン情勢の悪化を受けて原油価格が急騰し、石油由来の製品品薄などが意識されたこともあり、消費マインドは大幅に悪化している。4月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から▲1.1ポイントの低下で、基調判断は2か月連続で「弱含んでいる」であった。こうした消費マインドの悪化もあり、3月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.2%と2か月連続で低下するなど、実質所得の増加の恩恵が行き渡っていない。



経済見通し：イラン情勢の展開次第であり、先行き不確実性が極めて高い状態

以下、国内景気の先行きを展望したい。まず、26年春闘については日本労働組合総連合会（連合）が公表した第5回回答集計結果（5月7日時点）によれば、全体で5.05%（平均賃金方式、以下同じ）と、25年同時期（5.32%）を下回ったものの、堅調な内容である。連合が目標として掲げた「5%以上」を達成できる可能性がある。

物価動向：4月の全国コアCPIは政策効果もあり前年比1.4%へ鈍化

一方、イラン情勢の悪化によってガソリンなど石油製品価格が高騰したほか、ナフサなど石油由来の製品の供給懸念が広がっている。政府は新たなガソリン補助金支給を開始したほか、7～9月使用分の電気・ガス料金の負担軽減策を再導入する方針である。これに向けて政府は26年度予算の予備費（1兆円）を取り崩すほか、3兆円規模の補正予算案を編成して6月第1週にも国会に提出する方針である。

さて、政府によってエネルギー価格が抑制されていることもあり、後述の通り、足元の物価上昇率は鈍化が進み、実質賃金は前年比プラス状態となっている。本来であれば、26年春闘が堅調さを維持していることもあり、消費の本格回復が期待される場所であったが、イラン情勢の悪化を受けて消費マインドは大きく悪化している。また、輸出・生産に影響が出始めている。夏場にかけて国内景気は一旦足踏みする可能性が高いと思われる。

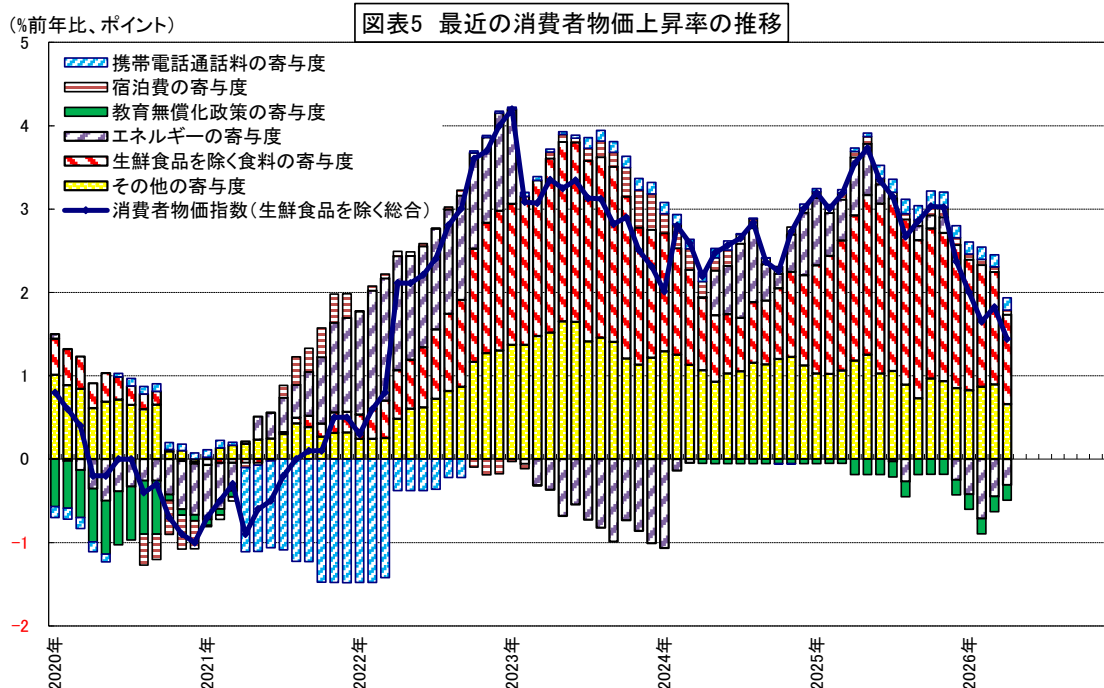
なお、米国とイランが今夏にも戦争終結で合意に至れば、原油高止まりはしばらく残るものの、秋以降は景気回復傾向が再び強まる可能性があるだろう。もちろん、イラン情勢の展開は読み切ることは困難であり、先行きの不確実性は極めて高い状況であることはいままでのない。

4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1.4%と2か月ぶりに上昇率が縮小、3か月連続での2%割れとなった。イラン情勢の悪化によって3月に石油製品が大きく値上がりしたが、このうちガソリンについては新たな補助金支給によって値下がりした。とはいえ、電気代・ガス代が値上がりしたことで、エネルギー全体では前月比5.1%の上昇で、物価全体の前年比上昇率を+0.14ポイント押し上げた。

一方、コメは5か月連続で値下がりし、前年比も0.6%（寄与度：+0.01ポイント）へ縮小するなど、ベース効果は一巡した。生鮮食品を除く食料も同4.1%へ鈍化、物価全体の前年比に対して▲0.26ポイントの押し下げとなった。そのほか、私立高校授業料の実質無償化や東京都による保育所保育料の無償化などの政策も物価鈍化に貢献した。

なお、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同1.9%と6か月連続で鈍化、24年7月以来の2%割れとなった。上述のように政策効果で一般サービス価格も鈍化した

が、人件費増がサービス価格を押し上げている状況は維持されている。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：年末にかけて上昇率は大幅に拡大

次回5月分では電気・ガス代の負担軽減策がなくなるほか、値上げもされており、この要因だけで+0.3ポイントほどの押し上げがあると思われる。さて、政府はガソリン補助金をしばらく継続するほか、7～9月使用分の電気・ガス代負担軽減策を再導入する方針である。電気・ガス料金の負担軽減策は前年より規模を拡大するとしているが、夏場以降はイラン情勢悪化による燃料費高騰が反映されるため、物価上昇率を押し上げるのは避けられないだろう。また、食料もベース効果の剥落が一巡すれば、再び物価上昇率の押し上げ要因になる可能性もある。

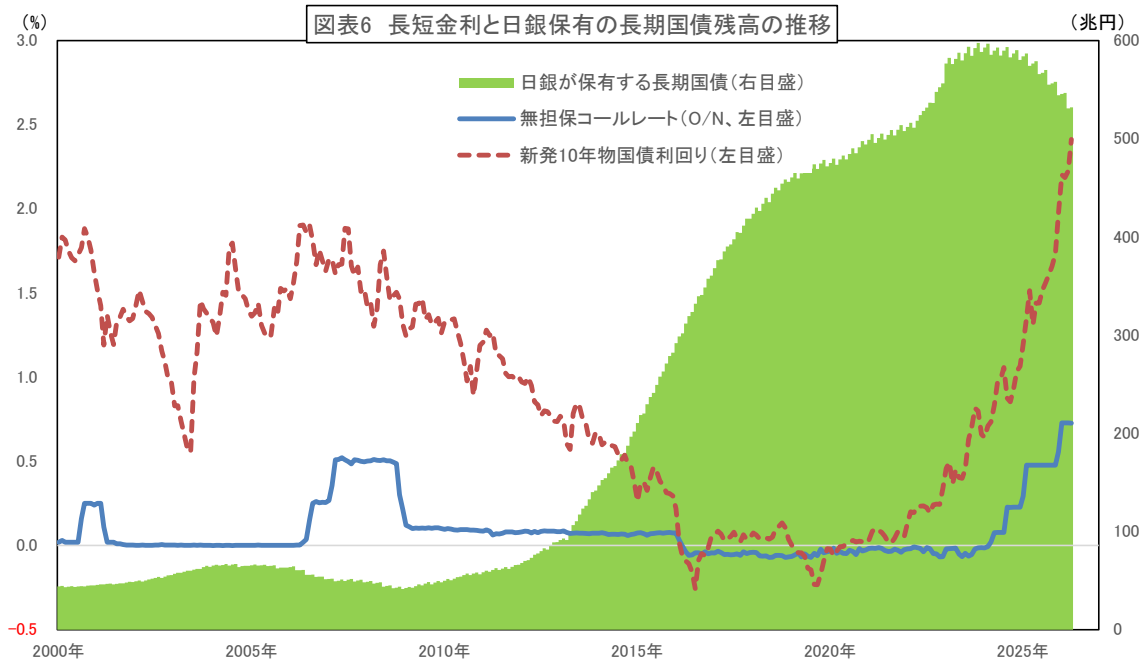
今後、幅広い財・サービスの値上げが進むことで、夏場には物価上昇率は再び2%台となり、年末には3%近くまで高まるものとみられる。

金融政策：4月会合は政策変更なしだったが、利上げ票は3に増加

4月27～28日に開催した日本銀行の金融政策決定会合では政策金利の据え置きが決定されたが、これまでの高田審議委員と田村審議委員に加え、中川審議委員も「利上げ案」を提出するなど、利上げすべきとの意見が増えたことが確認できた。

同時に公表された展望レポートでは、イラン情勢の影響を反映させたことで、26年度の成長率見通しを下方修正(1.0%→

0.5%、中央値)する一方で、物価見通しは大幅に上方修正(1.9%→2.8%、同)した。植田総裁は会合後の記者会見で「基調的な物価上昇率が2%に近づいているほか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることなどを踏まえると、特に物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化し、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」と述べるなど、今後のインフレリスクを重視した発言をしている。

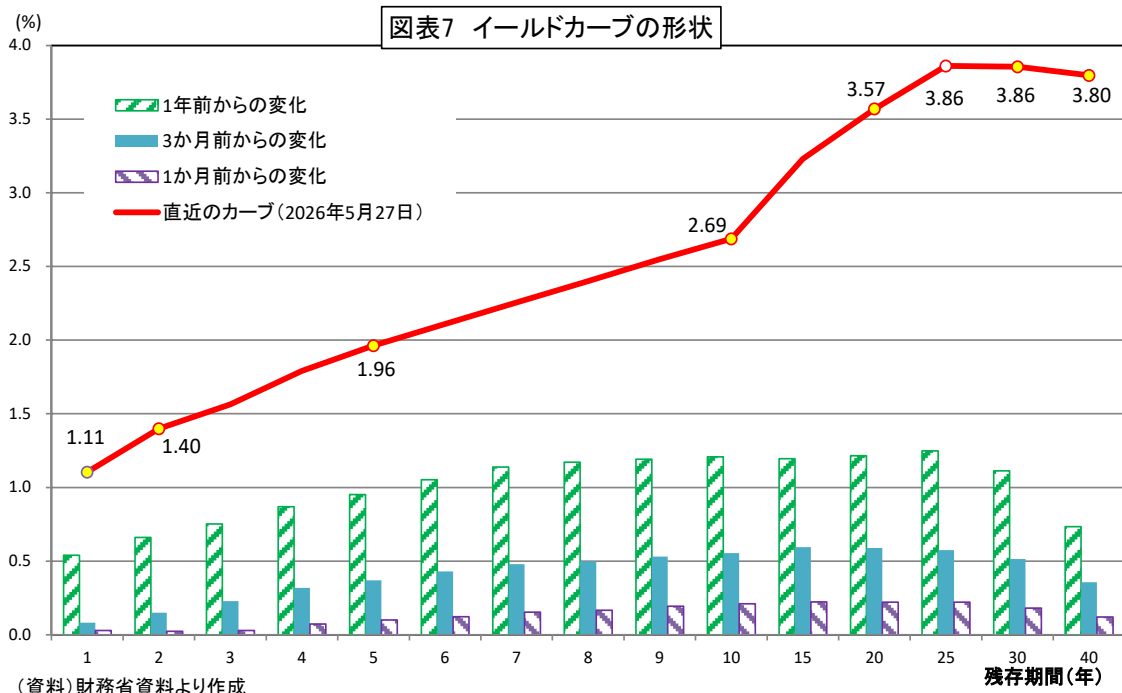


(注)日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：6月利上げの可能性高まる

その後、5月には増審議委員が「景気下振れの兆しははっきりとした数字で表れないのであれば、できる限り早い段階での利上げが望ましい」と述べた。また、小枝審議委員も「今後は政策金利を適切なペースで引き上げて、経済へのトレードオフにも配慮しつつ、物価高への対応を進めていくことが適切である」との考えを述べている。4月会合では利上げ判断を見送った2名の審議委員が利上げに向けて前向きな発言をしたことで、マーケットでは次回6月会合での利上げを織り込む動きが強まった。

実際に6月利上げの可能性は十分高いものと思われるほか、イラン情勢が比較的短期で収束に向かうのであれば、27年度半ばにかけて「半年に0.25%」のペースでの利上げをするものと思われる。



**金融市場：現状・見
通し・注目点**

イラン情勢への先行き楽観論が続くなか、AI ブームへの期待感
は根強く、株価は5月下旬には6万6,000円まで上昇した。一方、
債券市場では日銀の6月利上げが意識されたほか、補正予算編成で
赤字国債が増発されるとの警戒感から上昇圧力が高まった。一方、
ドル円相場は大型連休中に10兆円規模での円買い介入があったも
の、円安の流れを断ち切るには至っていない。以下、長期金利、株
価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

**早期利上げ観測が
後退、長期金利の
上昇圧力が緩和**

① 債券市場

日銀の利上げ継続方針に加え、高市内閣の「責任ある積極財
政」への警戒から、25年秋以降の長期金利にはほぼ一貫して上
昇圧力がかかり続けた。3月初めにはイラン情勢が悪化したこと
でリスクオフとなり、長期金利は一旦2.06%まで低下した。し
かし、マーケットではインフレ・円安圧力に対して日銀は早期利
上げに踏み切るとの見方が強まったほか、イラン情勢に対応す
るための補正予算編成に伴う国債増発が意識され、長期金利は
上昇傾向をたどった。直近は日銀が6月にも利上げに踏み切
るとの見方が強まり、一時2.80%と29年半ぶりの水準まで
上昇する場面もあった。

**長期金利の上昇圧
力は熾り続ける**

高市内閣はガソリン補助金の支給を継続する方針であるほ
か、今夏も電気・ガス料金の負担軽減策を再導入する方針であ

り、イラン情勢の悪化による財政支出増への警戒は根強い。また、日銀は6月利上げに向けて地均しをしているほか、その後も利上げを継続する方針である。長期金利の上昇圧力は今後も燻り続けるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

日経平均株価は続投、史上最高値を更新

② 株式市場

2月8日の総選挙で自民党が圧勝したことが好感されて、株価は上昇傾向を強め、日経平均株価は2月下旬には一時59,332円まで上昇した。3月入り後はイラン情勢の悪化で景気悪化懸念が広がり、株価は急落、30日には50,558円まで下落する場面もあった。しかし、4月に入ると、好調な企業決算やイラン戦争終結への期待が高まったことで米国株価が上昇、AIブームへの期待感もあって、国内株価も持ち直し傾向が強まった。4月23日にはザラ場で60,000円台に到達、5月27日には一時66,428円まで上昇するなど、活況を呈している。

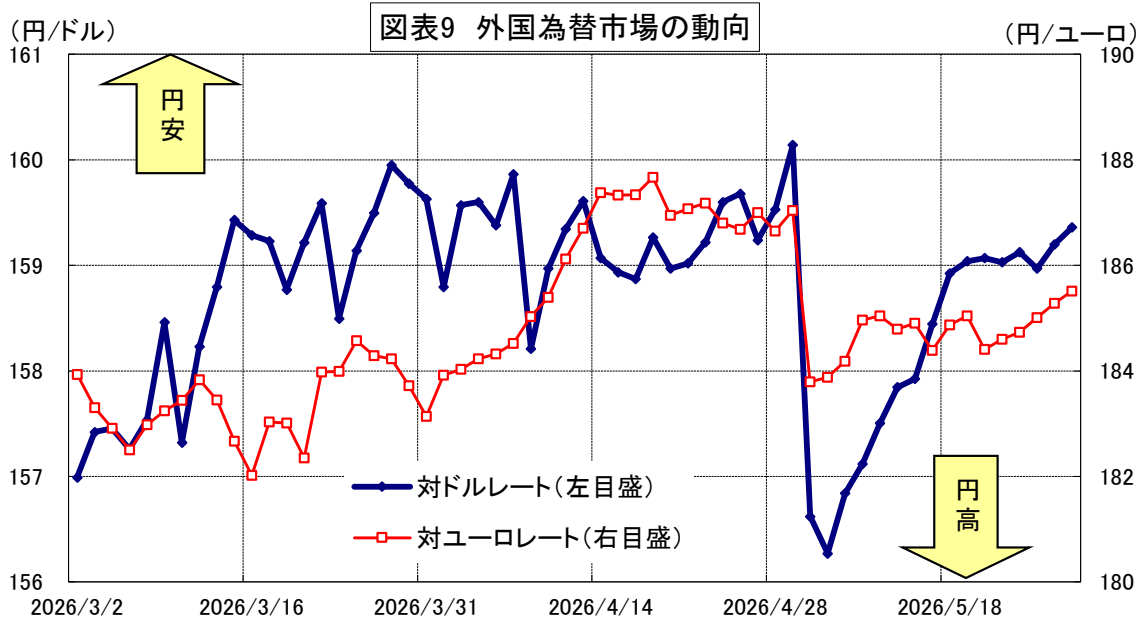
一方、イラン情勢を巡っては、4月中旬以降は概ね停戦状態が続いており、米国とイランが戦争終結に向けた協議を重ねている。しかしながら、いつ合意に至るかは不透明である。また、ホルムズ海峡も事実上封鎖されており、原油供給への懸念も根強い。原油備蓄の乏しい新興国を中心に経済下押しが懸念されている。AIブームへの期待はまだ続き、株価は底堅く推移するとみられるが、イラン情勢の展開次第では下落する場面もあるだろう。

円買い介入後も根強い円安圧力

③ 外国為替市場

25 年秋以降、高市内閣が掲げる「責任ある積極財政」への警戒感からドル円レートは円安傾向をたどっている。2 月末にイラン情勢が悪化した後は円安圧力が一段と強まり、1 ドル=160 円の手前まで円安が進行した。マーケットは 160 円が政府の防衛ラインと意識していたが、日銀が 4 月利上げを見送ったこともあり、4 月下旬には 1 年 9 か月ぶりに 160 円台となった。片山財務相や三村財務官は投機的な動きには断固たる措置をとると警告してきたが、実際に大型連休中に総額 10 兆円規模での円買い介入を断続的に実施した模様であり、連休明けには 150 円台半ばまで円高方向に戻った。しかし、米国の利下げ見送り観測が強まるなか、5 月下旬にかけて再び 159 円台まで円安が進むなど、円安の流れを断ち切るには至っていない。

先行きについては、日銀が 6 月利上げに前向きであるほか、政府の円買い介入も意識される水準であることから、一段の円安進行は想定しないが、円安圧力は根強いものと思われる。



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

1 ユーロ = 180 円半ばでもみ合い

25 年秋以降、ユーロの対円レートは円安ユーロ高が進行、4 月中旬には 1 ユーロ=188 円に迫った。円買い介入後はユーロ安方向に戻ったが、その後も 180 円台半ばでもみ合いが続いている。4 月のユーロ圏消費者物価 (HICP) が前年比 3.0%へ加速したことから、ECB は 6 月利上げが見込まれている。

(26. 5. 27 現在)