

日銀は物価上振れリスクを警戒、追加利上げを決定

～長期金利は30年ぶりの3%台へ～

南 武志

要旨

政策効果などもあり、足元の物価上昇率は2%割れが続いているが、日銀は26年度下期にかけて物価上振れリスクが高まることへの警戒から3か月ぶりの追加利上げを決定した。26年度下期には3%前後まで物価上昇率が高まることもあり、年内にも再利上げの可能性はある。

足元の国内景気はAIブームなどの追い風もあり、改善基調をたどっている。しかし、家計の所得環境は底堅さを増している割に民間消費には鈍さが見られる。解決のめどが立たないイラン情勢や先行きの物価高騰を踏まえると、26年度下期にかけて国内景気は足踏みに近い状態が続くとみられる。こうしたなか、日銀の利上げ継続や高市内閣の財政運営への警戒から長期金利は30年ぶりに3%台まで上昇している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2026年		27年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		1.227	1.20～1.55	1.45～1.80	1.45～1.80	1.45～1.80
国債利回り	20年債 (%)	3.920	3.70～4.20	3.80～4.30	3.80～4.30	3.80～4.30
	10年債 (%)	3.085	2.80～3.30	2.90～3.40	2.90～3.40	2.90～3.40
	5年債 (%)	2.430	2.05～2.55	2.15～2.65	2.15～2.65	2.15～2.65
為替レート	対ドル (円/ドル)	157.2	150～165	147～162	145～160	145～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	179.0	170～190	170～190	170～190	170～190
日経平均株価 (円)		65,877	68,000±5,000	69,000±5,000	70,000±5,000	71,000±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9月28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。

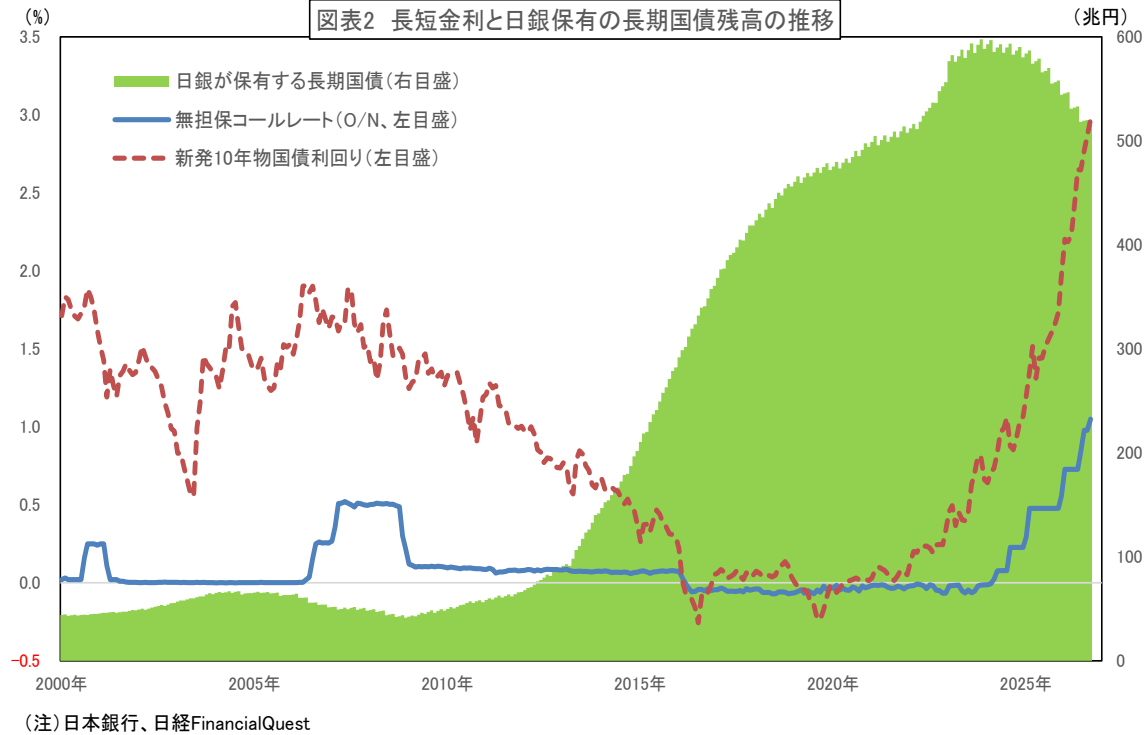
金融政策：9月会合 で1.25%への利上 げを決定

日本銀行は9月17～18日に開催した金融政策決定会合で政策金利の引き上げを7対2の賛成多数で決定した。ベッセント米財務長官が日銀の利上げを促す発言をしたこと等もあり、マーケットは事前に今回の利上げを十分織り込んだなかでの利上げとなった。

今後の金融政策運営については「基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、現在の金融環境が緩和的であることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、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ことになる」と、これまでと同様、利上げ継続の方針を示した。加えて、「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、基調的な物価上昇率を 2%程度の水準で安定させていくという観点が重要になる」とした。決定会合後の記者会見で植田総裁は「政策の局面が変化した」と述べている。

図表2 長短金利と日銀保有の長期国債残高の推移



金融政策：年内の再利上げの可能性も

足元の物価上昇率は 2%割れの状態にあるが、後述の通り、原油高騰などの影響によって 26 年度下期にかけて物価上昇率が高まるとみられている。こうした物価上振れリスクを抑制するため、今後、日銀は景気下振れ圧力が強まらない限り、「四半期に 0.25%」程度の利上げペースをしていくと思われる。年内にも再利上げ（政策金利 1.5%へ）が検討されるだろう。その後、27 年前半にかけて利上げを継続、政策金利は 1.75%まで引き上げられる、と予想している。

一方、利上げへの反対票を投じた浅田・佐野の両審議委員はいずれも高市内閣が任命したこともあり、マーケットでは利上げ継続は順調ではないとの憶測を呼び、外国為替市場では円安が急速に進んだ。27 年 7 月には早期利上げに前向きな政策委員 2 名が退任する予定である。今回の利上げに反対した 2 名の審議委員と同様、ハト派的な人物を指名するのか、仮にそうなった場合に日銀の政策運営に影響がでるのか注目される。

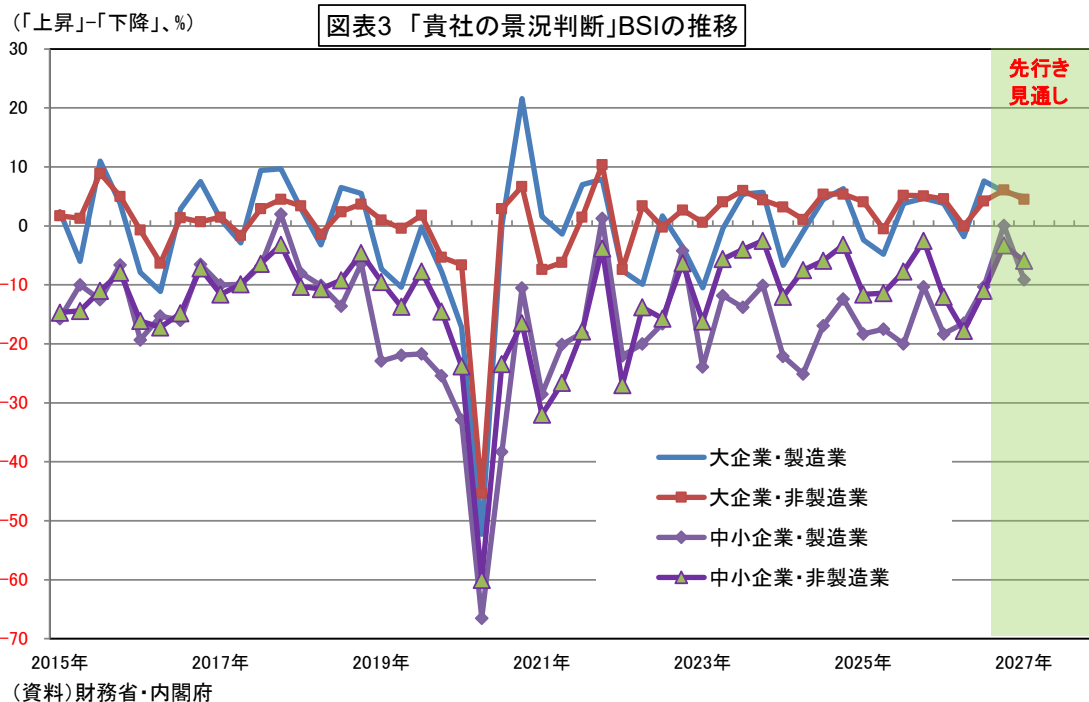
第 2 次高市改造内閣がスタート

高市内閣が誕生してから 11 か月が経過し、連立を組む日本維新の会と閣内協力へ移行する目的などから、高市首相は 9 月

17日に内閣改造に踏み切った。第2次高市改造内閣においても「責任ある積極財政」の方針を掲げ、強い経済の実現に向けた政策を加速させ、日本列島を強く、豊かにしていくとしている。日本成長戦略や地域未来戦略によって国内投資を誘発して潜在成長率を高め、雇用と所得を増やし、消費マインドを改善することで、税収が自然増に向かうGDP拡大の下での好循環を実現していく方針である。そのためにも、物価・金利の安定と経済成長を両立できるかが問われている。

なお、人事については、外相、財務相、経産相、経済戦略相、防衛相ら8名を続投させるなど、政策の継続性を重視する一方で、前回の総裁選で総裁の座を争った林総務相は再任されなかった。林氏は来年秋に予定されている総裁選への再出馬の意欲を隠しておらず、政局が波乱含みとなる可能性もある。

10月5日には臨時国会が召集されるが、消費税減税や議員定数削減などが焦点とされている。また、年内には安保3文書（国家安全保障戦略、国家防衛戦略、防衛力整備計画）の見直しなども予定されている。



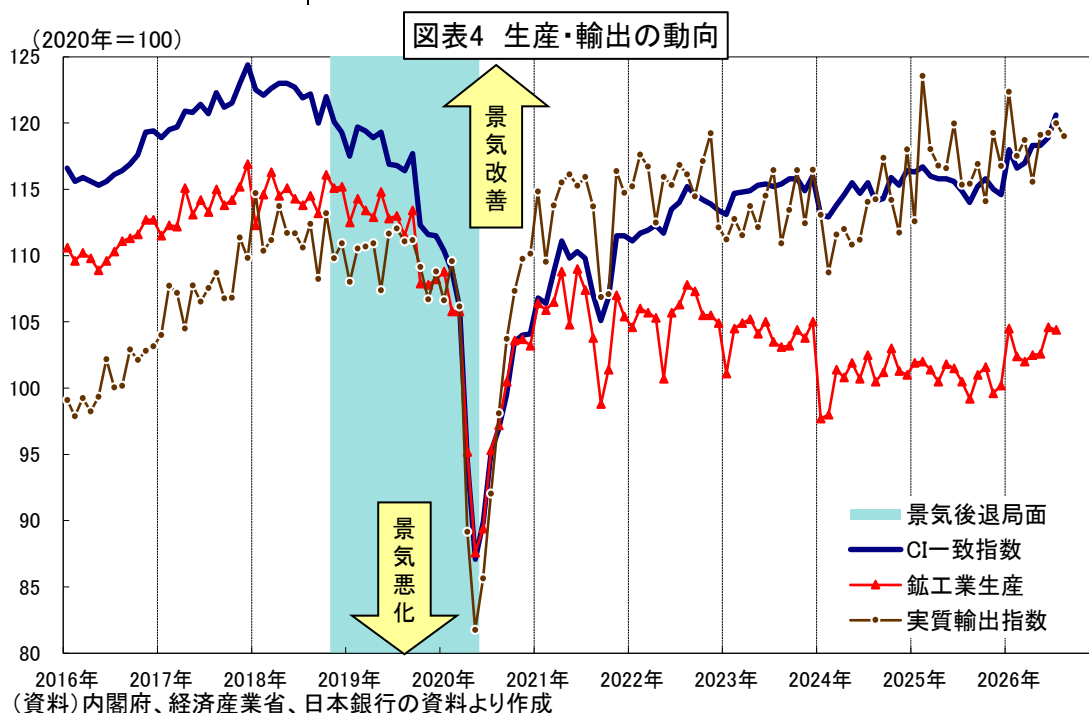
景気の回復基調は継続

以下、足元の国内景気動向について確認したい。7～9月期の法人企業景気予測調査によれば、企業の景況感を示す「貴社の景況判断」BSI（「上昇」-「下降」、%ポイント）は、大企業・製造業、同・非製造業ともに2期ぶりのプラスとなるなど、改

善がみられた。また、26年度の設備投資計画（ソフトウェア投資を含む、土地購入額を除く、全規模・全産業）は前年度比11.0%（4～6月期：同8.2%）へ上方修正されるなど、設備投資意欲は堅調である。

次に、月次指標を確認すると、7月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.7ポイントと2か月連続で上昇、18年10月以来の水準となった。これに基づく基調判断は4か月連続で「改善」となっている。さらに、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（一致指数）」（7月）は、4か月連続で過去最高を更新した。

また、8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+0.7ポイントと4か月連続、「先行き判断」DIも同+2.5ポイントと5か月連続で、ともに上昇した。イラン情勢の悪化前の水準までは戻っていないものの、マインドの持ち直しが散見される。



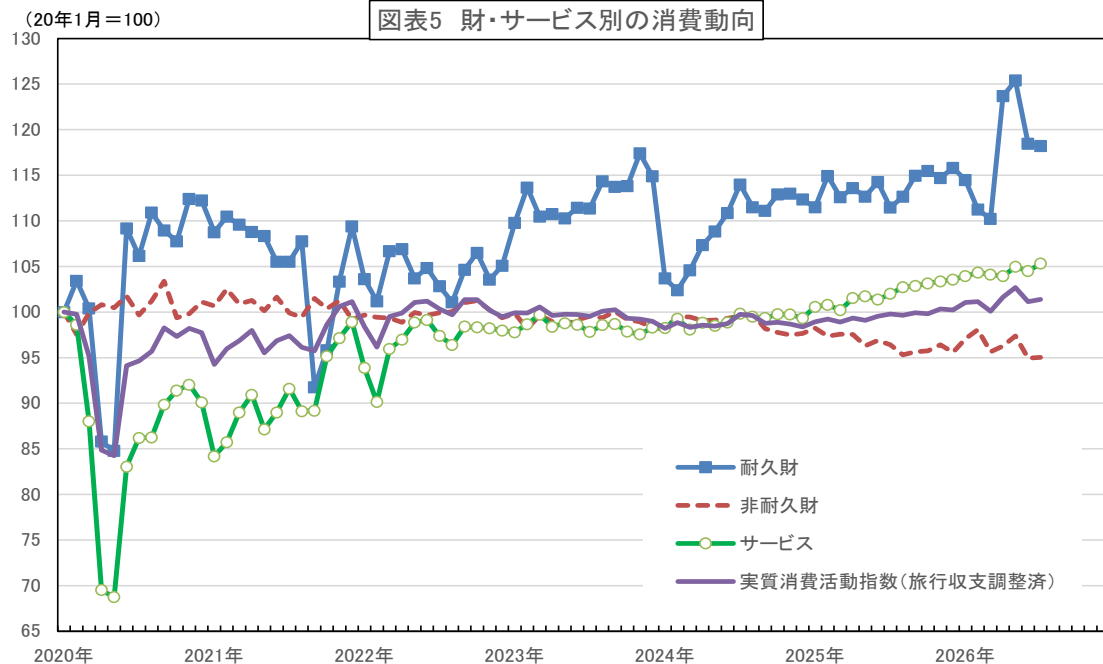
輸出・生産が底堅く推移

一方、8月の実質輸出指数は前月比▲0.8%と4か月ぶりに低下したが、7～8月平均は4～6月平均を1.3%上回っている。地域別にみると、米国向けが引き続き堅調だったが、それ以外の地域向けは頭打ち気味に推移した。財別には中間財や資本財に底堅さがある。

一方、7月の鉱工業生産は前月比▲0.2%と4か月ぶりに低下

した。半導体等製造装置など生産用機械工業、無機・有機化学工業、石油・石炭製品工業が上昇した半面、化学工業（除く無機・有機化学工業）、金属製品工業、輸送機械工業（除く自動車工業）が低下した。なお、8月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同3.1%と大きく上昇する見通しとなっている。

また、7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲3.7%と2か月ぶりに減少した。6月に激増した非鉄金属が大きく減少したものの、電気機械や造船業などの大幅増もみられ、全般的に反動減は限定的だった。しかし、8月の工作機械受注（内需）は増加傾向をたどるなど、AIブームの追い風もあることから、先行き企業設備投資は底堅く推移するものとみられる。



(資料) 日本銀行「消費活動指数」

実質賃金は前年比プラス状態、消費マインドも持ち直しつつあるが、足元の消費に弱い動き

7月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比4.3%、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3.7%と、いずれも上昇傾向を維持した。後述の通り、足元の消費者物価上昇率が同2%割れで推移していることもあり、実質賃金は前年比プラスの状態となっている（現金給与総額ベースで同2.4%、一般労働者の所定内給与ベースで同1.8%と、ともに8か月連続のプラス）。

このように家計の所得環境は堅調であるが、消費の回復ペースは鈍いままだ。イラン情勢を受けて大幅に悪化した消費マイ

経済見通し：今後の物価上昇への警戒から景気は先行き足踏み状態に

物価動向：8月の全国コアCPIは前年比1.7%へ鈍化、8か月連続で2%割れ

ンドは持ち直しつつある。8月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から+0.6ポイントと4か月連続で上昇、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」である。ただし、イラン情勢が悪化する前よりまだ4ポイント以上も低い水準である。

こうした影響もあり、7月の消費統計には鈍さが散見された。7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か月ぶりに上昇したが、4～6月平均を0.4%下回っている。エアコンなど耐久財需要が一服したほか、非耐久財も弱含んでいる。

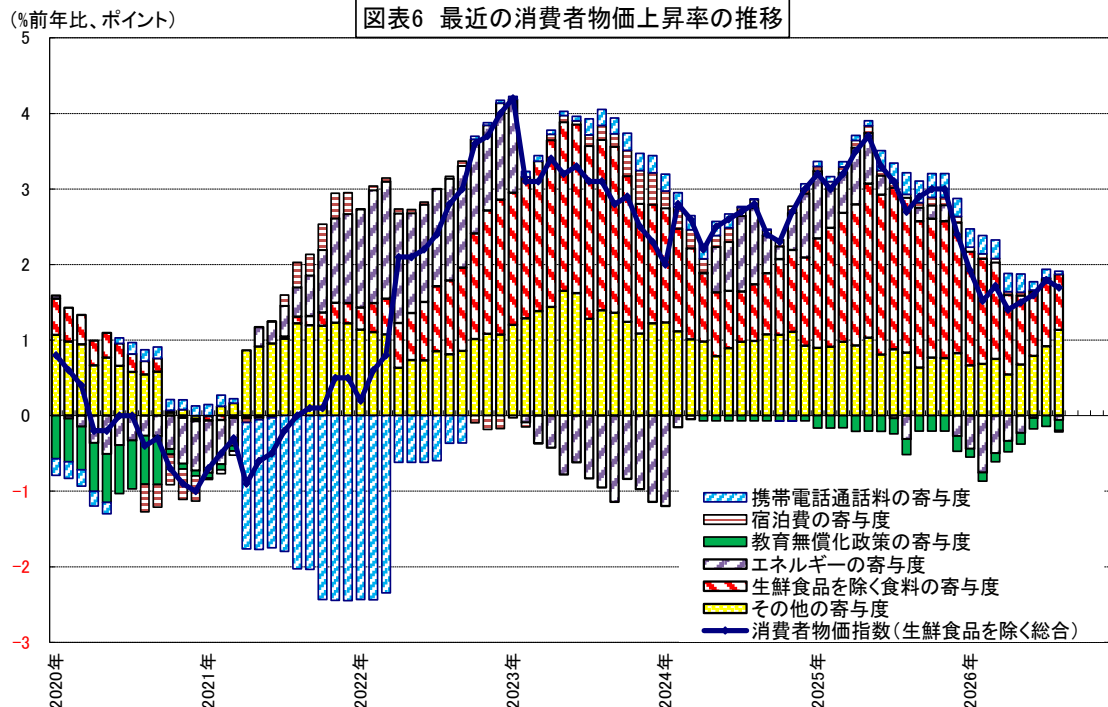
4～6月期のGDP第2次速報（2次QE）によれば、法人企業統計季報を受けて民間企業設備投資の減少幅が縮小したこと等から、実質成長率は前期比年率1.4%と1次QE（同1.1%）から若干引き上げられた。ただし、民間最終需要が3期ぶりに減少したことには変わりはなく、国内景気は実態として弱含んだと評価せざるをえない。

以下、景気の先行きを展望したい。イラン情勢は泥沼化しつつあるほか、サウジアラビアとイエメンの親イラン武装組織フーシ派との戦闘が激化するなど、世界的に原油不足に陥るリスクも意識されている。そのため、輸出は停滞感の強い展開が見込まれる。また、26年春闘では3年連続の5%超を達成するなど、家計の所得環境は良好な状態にあるものの、26年度下期にかけて物価上昇率が3%前後まで高まることへの警戒から消費は足踏みが続くと予想される。一方、AIブームの追い風や高市内閣が主導する官民一体投資への期待などを背景に、企業設備投資は底堅く推移するだろう。以上を踏まえると、26年度下期がほぼゼロ成長の状態が続くとみられる（詳細は9月8日に策定した「2026～27年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

8月の全国消費者物価指数によれば、代表的な指標である「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比1.7%と、4か月ぶりに鈍化、8か月連続で2%割れとなった。政府による石油製品の価格抑制策や教育無償化政策などに加え、過去2年にわたって高値が続いたコメ類などの値下がりもあり、イラン情勢による原油等の高騰を受けても、消費者物価上昇率が大きく高まるといった事態とはなっていない。

一方、「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 7 月と変わらずであったが、こちらも 5 か月連続で 2%割れであった。



物価見通し：年度下期には 3% 前後まで物価上昇率が高まると予想

政府はガソリンなど石油製品価格を抑制（レギュラーガソリンで 170 円/ℓ程度）すべく、補助金を支給しているが、9 月 1 日には予備費から 6,136 億円を原資となる基金に積み増すことを閣議決定、経産省では 10 月末までの必要経費を賄えるとしている。こうした補助金支給は当面継続するものとみられるが、最近の燃料費急騰によってエネルギー価格は総じて値上がり傾向を強めている。また、石油由来の化学製品やプラスチック製品、運送コスト、食料などを筆頭に、幅広い分野で上昇圧力が高まっていくとみられる。今秋には物価上昇率は 2%台となり、年度下期にかけて 3%前後まで高まるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

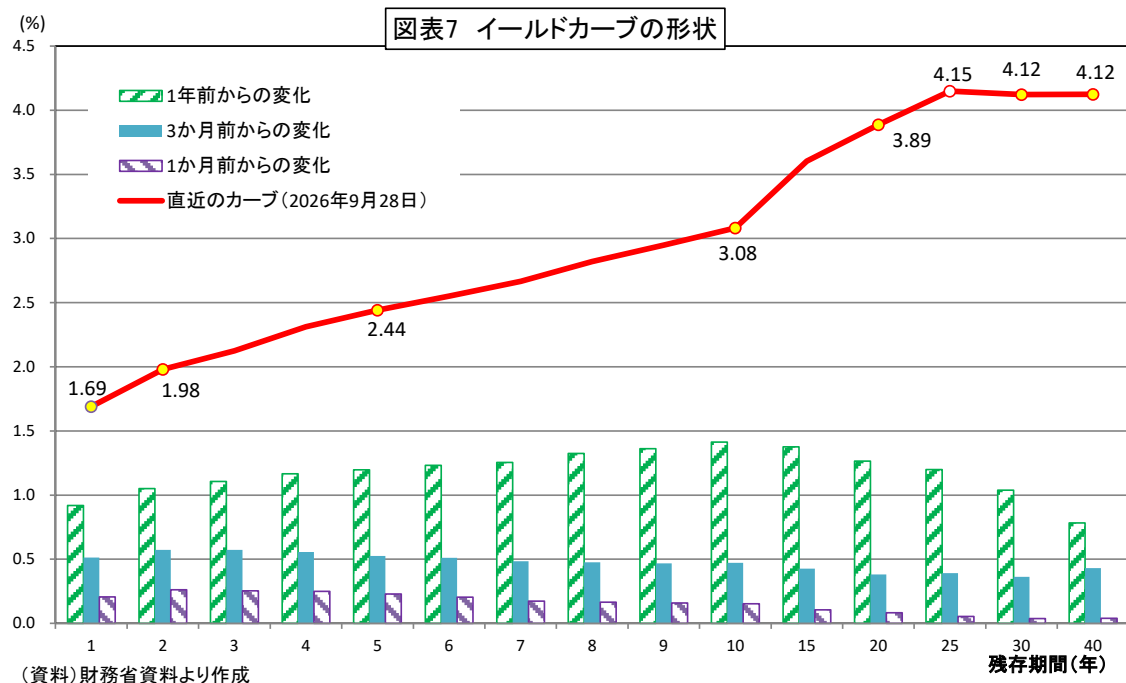
マーケットでは日銀の 9 月利上げを織り込んだほか、高市内閣の財政運営への懸念も根強いことから、長期金利は上昇継続、30 年ぶりの 3%台乗せとなった。また、9 月中旬にかけてドル円レートは円高気味に推移したが、日銀の利上げ決定後は再び円安気味の展開となった。こうした動きに対して、日米政府は円安を牽制している。

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。

長期金利は一時 3.1%へ上昇

① 債券市場

高市内閣の財政政策運営や日銀の利上げ継続方針などもあり、長期金利は上昇傾向をたどっている。いわゆる「骨太ショック」やイラン情勢が再び緊迫化したことでインフレ懸念が再燃したことで、6月下旬から7月上旬にかけて長期金利は急騰、7月9日には一時2.9%まで上昇した。その後、一旦は2.7%前後まで低下したものの、日銀の利上げペースが加速するとの思惑から金利は上昇傾向をたどった。9月1日には3%台となったが、追加利上げ後となる25日には一時3.115%まで上昇するなど、上昇圧力が高い状態が続いている。



長期金利の上昇圧 力は燦り続ける

日銀は今後とも経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げる方針を示している。

また、27年度予算の概算要求・要望額・『「強く豊かな日本」投資枠』の合計は143兆円と、26年度予算（122兆円）を大幅に上回っているほか、27年4月からの実施を予定する消費税減税に関する財源（年間5兆円程度）も不透明であるなど、財政政策運営への警戒も根強い。長期金利には上昇圧力がかかり続けるだろう。

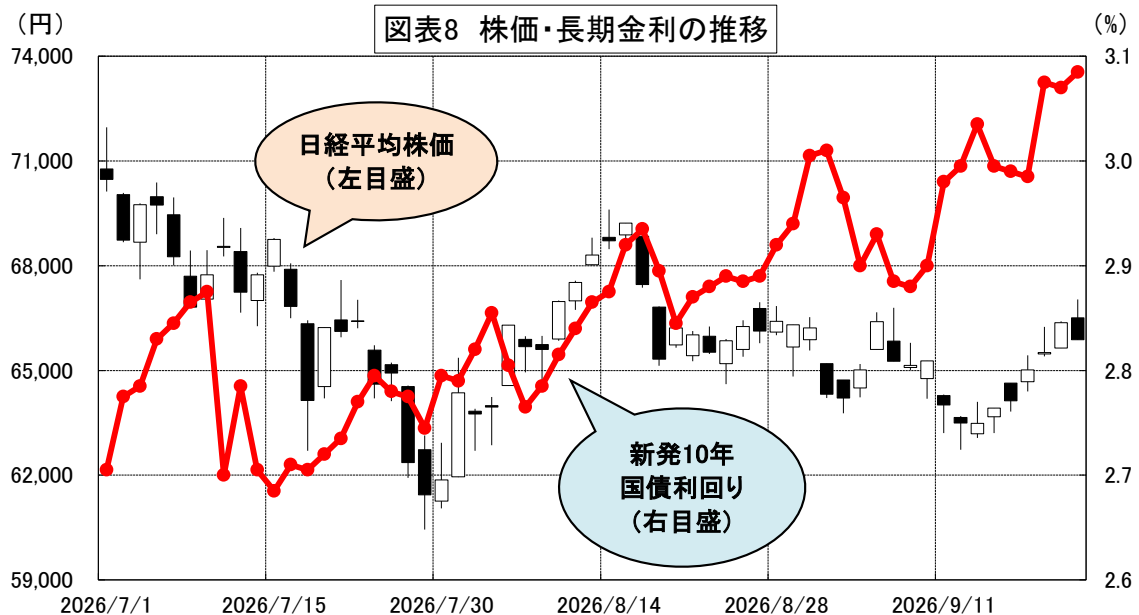
② 株式市場

上値の重い展開

好調な企業決算や米国とイランとの戦争が早期終結することへの期待に加え、AIブームが牽引したことで、6月22日に

日経平均株価はザラ場で 72,831 円の史上最高値を更新した。その後はスピード調整的な動きが強まったほか、7 月にはイラン情勢の再緊迫化による原油高騰やハイテク企業の巨額な設備投資に対する警戒が強まり、株価は軟調に推移、7 月 29 日には一時 60,448 円まで下落した。8 月に入ると調整が一巡し、見直し買いも散見されたことで、中旬には 70,000 円目前まで上昇したが、その後は金利上昇への警戒等から米国株価が軟調に推移していることもあり、65,000 円前後での上値の重い展開が続いている。

AI ブームへの過度な楽観論は影を潜めたものの、AI 関連需要が世界経済を牽引する状況は今後とも継続するとみられるほか、高市内閣の成長戦略や積極財政への期待感もあり、いずれ株価は再び持ち直すものと思われる。ただし、イラン情勢の展開次第では調整が長引く可能性もあるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

日銀の利上げ後に 再び円安が進む

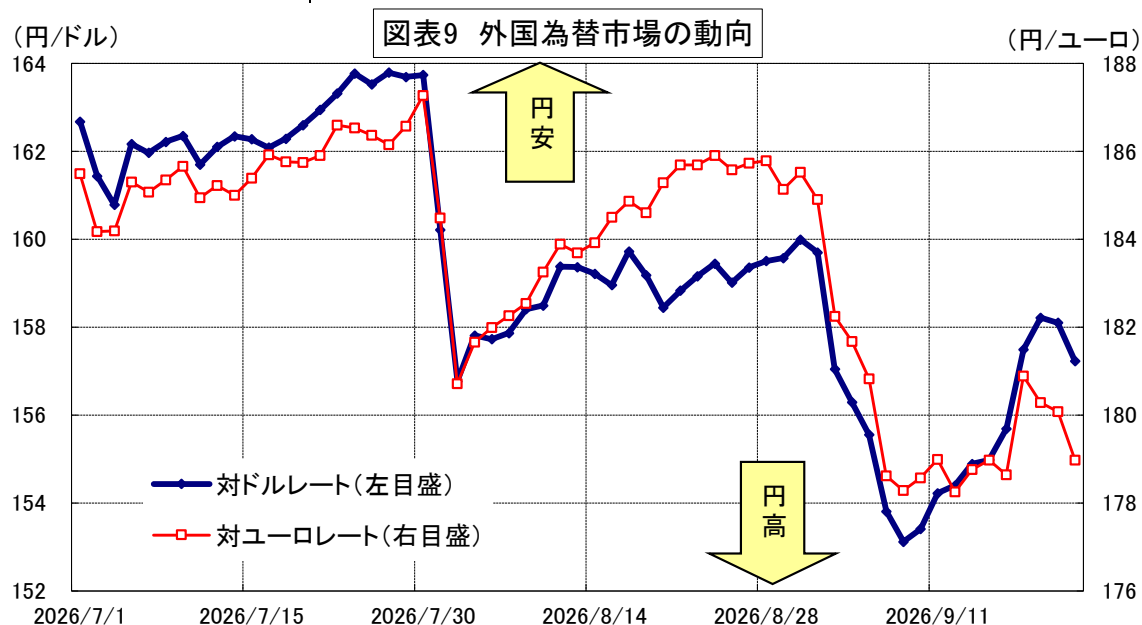
③ 外国為替市場

日銀の利上げ継続姿勢に加え、高市内閣の財政政策運営への警戒もあり、25 年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどってきた。こうしたなか、政府は再三、投機的な動きに対しては断固たる措置を講じると警告、実際に大型連休前後に続き、7 月末から 8 月初めにかけて円買い介入を実施した。規模としては前回の総額 11.7 兆円に対して、今回は総額 15.4 兆円と公表されている。これによって 1 ドル＝164 円程度だったドル円レ

トは 155 円前後まで押し戻された。

しかし、円安の流れを断ち切るには至らず、8 月下旬には再び 160 円台まで円安が進行した。9 月に入ると、ベッセント米財務長官が日銀に利上げを要請したほか、「自分が胴元である」と円高を誘導する発言をしたことで、一時 152 円台まで円高が急伸した。ただし、米 Fed の追加利上げ観測が根強いほか、日銀の 9 月利上げに対して反対が 2 票投じられたことで日米金利差はなかなか縮小しないとの思惑が浮上、9 月下旬には再び 160 円に向けて円安が進んだ。こうした動きに対して日銀はレートチェックを実施、円安を牽制している。

先行きについては、Fed がタカ派化したとの受け止めが強まった半面、日銀の利上げ継続を疑う意見も浮上するなど、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が直近強まった。また、高市内閣の財政政策運営に対する警戒も根強い。一方、トランプ米大統領が日米首脳会談（22 日）で円安への懸念を表明したことを受けて、25 日には日米財務相が電話協議を実施するなど、政治的には一方的な円安進行とはなりにくくなっている。とはいえ、上述したような要因から円高も進みづらい。しばらくは方向感が乏しい、かつ値幅の大きい展開が予想される。



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

ドルと同様、値動きの激しい展開

ユーロの対円レートもまたドルと同様、円安状態が続いている。7 月中は概ね 180 円台半ばの水準であったが、緩やかに円安ユーロ高が進行した。7 月末から 8 月初めにかけての日米協

調介入では、米財務省が「ユーロ売り円買い」介入を実施したこともあり、8月3日には一時179円台前半のユーロ安となった。しかし、域内のインフレ懸念や足元の景気の底堅さもあり、欧州中央銀行（ECB）が9月に追加利上げを実施するとの見方が強まり、8月下旬には再び180円台後半までユーロ高が進んだ。9月上旬にはドル安につられる格好で170円台後半のユーロ安となったが、その後再び180円台に戻すなど、対ユーロでも円安圧力は根強い。

(26.9.28 現在)