

追加利上げは12月に見送り

～消費者物価上昇率は再び2%台、先行きさらに加速へ～

南 武志

要旨

世界的な AI ブームなどの追い風もあって、企業経営者の景況感が高水準で推移している。また、3 年連続で 5%超の賃上げが実現したほか、各種政策効果によって 26 年前半の消費者物価が 2%割れで推移したこともあり、家計の所得環境は底堅い。しかし、先行きの物価高騰への懸念が影響してか、民間消費には鈍さが見られる。こうした状況は 26 年度下期にかけても継続し、国内景気は盛り上がり欠ける展開が見込まれる。

一方、9 月に政策金利を 1.25%に引き上げた日本銀行は政策の局面が変化したとの認識を示すなど、今後の物価上振れリスクに対して利上げを継続する方針を強調している。ただし、連続利上げをするほどの状況ではなく、10 月利上げ観測は後退している。また、株価の下落もあり、一時 3.1%台まで上昇した長期金利は足元 2.8%前後まで低下している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2026年		27年		
		10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 (%)	3.600	3.50～4.00	3.60～4.20	3.70～4.20	3.70～4.20
	10年債 (%)	2.795	2.70～3.20	2.80～3.30	2.90～3.40	2.90～3.40
	5年債 (%)	2.245	2.15～2.65	2.25～2.75	2.25～2.75	2.25～2.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	157.9	150～165	147～162	145～160	145～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	176.2	165～185	165～185	165～185	165～185
日経平均株価 (円)		63,268	65,000±5,000	67,000±5,000	69,000±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)

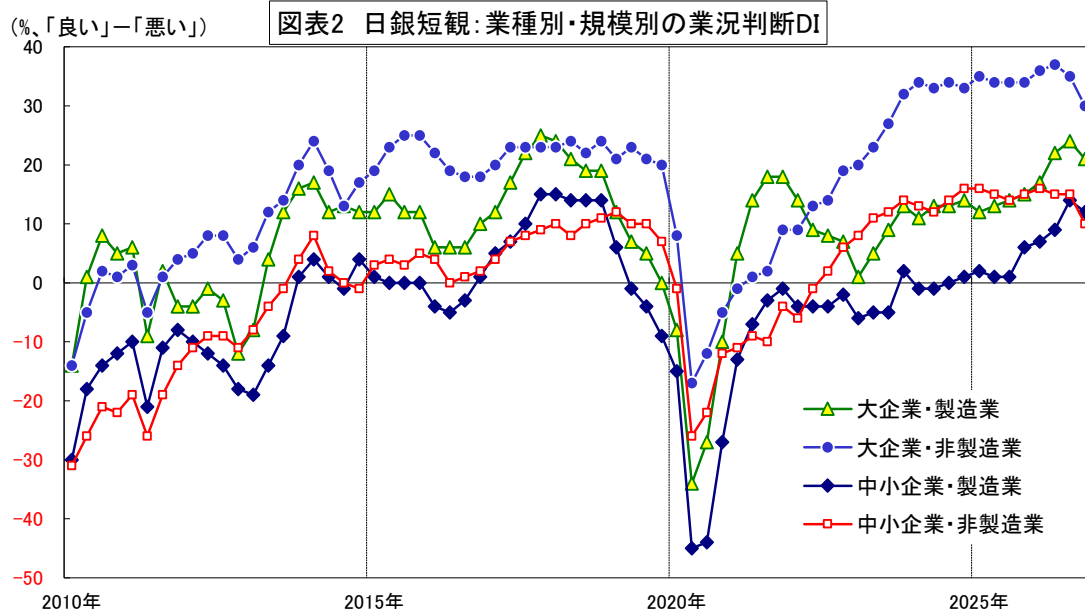
(注) 実績は2026年10月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

消費税減税法案が 国会審議入り

政府は10月9日に食料品の消費税率を2年間限定で1%へ引き下げることと、中低所得の勤労者を対象に消費税率1%相当分を原資とした給費制度を導入すること等を盛り込んだ関連法案を閣議決定し、臨時国会(会期末:12月12日)に提出した。これらの財源として2年間で10兆円程度が想定されており、法案には赤字国債に頼らないと明記されたものの、具体的な中身については年末に予定される27年度予算編成に先送りされた。

政府・与党は11月上旬にも衆院を通過させ、同月内の成立を目指しているが、参院では少数与党であり、審議が順調には進まない可能性もある。一方、野党では「減税よりも給付」といった主張が散見される。この点は25年7月の参院選での公約

とは真逆となっている印象は否めない（当時の石破首相は消費税減税を否定して給付金支給を提案、逆に多くの野党は消費税減税を訴えた）。なお、政府・与党では給付制度を充実させることで一部の野党を取り込もうという動きもあるようだ。



(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

企業の景況感は底堅く推移

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観（9月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは24で、前回6月調査から+2ポイントと6期連続で改善した。この24という値は18年3月調査に並び、アベノミクス下での景気拡大時のピーク（17年12月調査：25）に迫る水準である。一方、大企業・非製造業のDIは35で、前回6月調査から▲2ポイントと5期ぶりに悪化した。とはいえ、歴史的な高水準で推移しており、22期連続でプラスを維持している。

先行きについては製造業が今回から▲3ポイント、非製造業が同じく▲5ポイント（いずれも大企業）と、悪化見通しである。26年度下期の想定為替レートについては対ドルで154.00円と現状水準よりも若干の円高水準であった（大企業・製造業（輸出企業）の想定レートは対ドルで153.45円）。最近は日米通貨当局が円安への懸念を表明しているが、更なる円高誘導がされれば、輸出企業を中心に業績下押し効果が出る可能性もあるだろう。

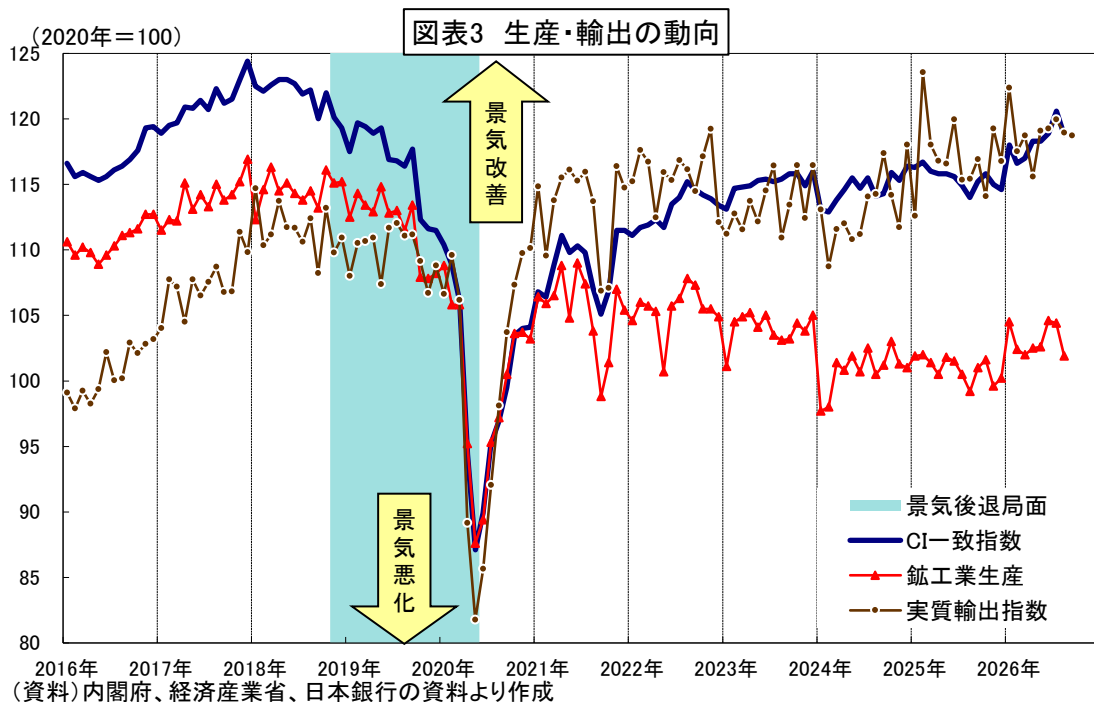
また、26年度の企業業績については、製造業は増収増益の見通しへ上方修正された。非製造業も上方修正されたが、増収減

景気回復は継続しているが、勢いは決して強くはない

益のままであった。設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く、金融機関・持株会社等を含む全産業）については、前年度比 9.2%へ上方修正され、25 年度実績（同 9.0%）を上回るなど、設備投資マインドには底堅さがある。

次に、月次指標を確認すると、8 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から▲1.8 ポイントと 6 か月ぶりに低下したが、これに基づく基調判断は 5 か月連続での「改善」であった。また、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）」（8 月）は 6 か月ぶりに低下したが、引き続き過去最高水準の圏内にとどまっている。

一方、9 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+0.6 ポイントと 5 か月連続で上昇したが、「先行き判断」DI は▲0.9 ポイントと 6 か月ぶりに低下した。秋の大型連休などが消費を押し上げたとの指摘がある半面、金利上昇や相次ぐ自然災害などへの警戒が散見された。中小企業にとっては原材料の値上がりや人件費増などが収益を圧迫するとの懸念も根強い。



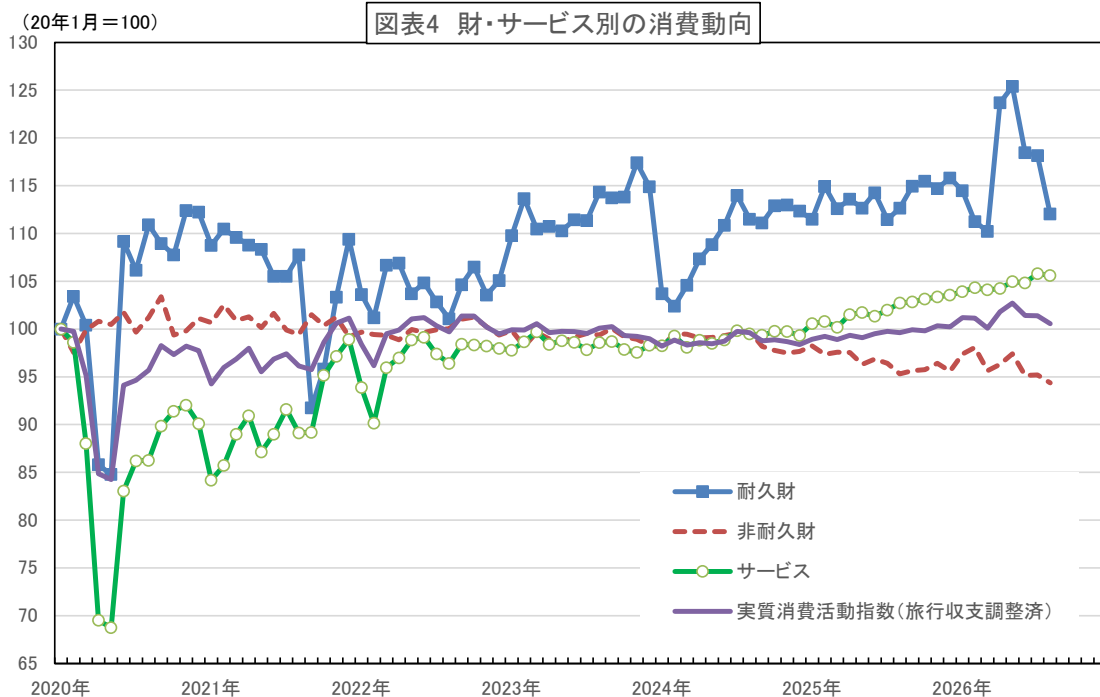
輸出・生産が弱含んだが、設備投資関連は底堅い

9 月の実質輸出指数は前月比▲0.2%と 2 か月連続で低下したが、7～9 月期としては前期比 1.0%と 2 期ぶりのプラスとなった。地域別にみると、米国向けが引き続き堅調だったほか、EU 向けや NIEs・ASEAN 向けも持ち直しが見られたが、中国向け

は大きく減少した。財別にみると、資本財や自動車関連が好調だった。

また、8月の鉱工業生産は前月比▲2.4%と2か月連続で低下した。生産用機械工業、輸送機械工業（除く自動車工業）が上昇したが、自動車工業、汎用機械工業、電気・情報通信機械工業が低下した。なお、9月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同1.6%と上昇に転じる見通しである。

8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同5.2%と2か月ぶりに増加した。内閣府が集計している7～9月期見通し（前期比4.9%）を達成するには9月は前月比10.4%以上で増加する必要がある、実現は厳しいが、4期連続の前期比プラスとなる可能性はあるだろう。世界的にAI関連財への需要が強いことから、企業設備投資は当面は底堅く推移するとみられる。



(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、かつ消費マインドも持ち直し方向だが、消費回復にはつながらず

8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.9%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与は同4.0%と、いずれも上昇傾向を維持した。8月の全国消費者物価指数の前年比上昇率が2%割れだったこともあり、実質賃金は前年比プラスの状態が続いている（現金給与総額ベースで同2.0%、一般労働者の所定内給与ベースで同2.1%と、ともに9か月連続のプラス）。

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：9月の全国コアCPIは9か月ぶりの2%台へ

しかし、こうした家計の所得環境の堅調さは消費の順調な回復にはつながっていない。9月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から僅かに低下（5か月ぶり）したが、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」であった。ただし、イラン情勢が悪化する前より4ポイント以上も低い水準である。また、8月の家計調査によると、勤労者世帯の平均消費性向は59.8%（7月：63.0%）へ低下が見られた。実際、8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▲0.8%と3か月連続で低下しており、7～8月平均は4～6月平均を1.0%も下回っている。また、9月の全国スーパー売上高は前年比0.8%（店舗調整後）と2か月連続で増加したものの、物価上昇（全国CPI財は前年比2%台後半の上昇）を考慮すれば、弱含みの展開といえる。

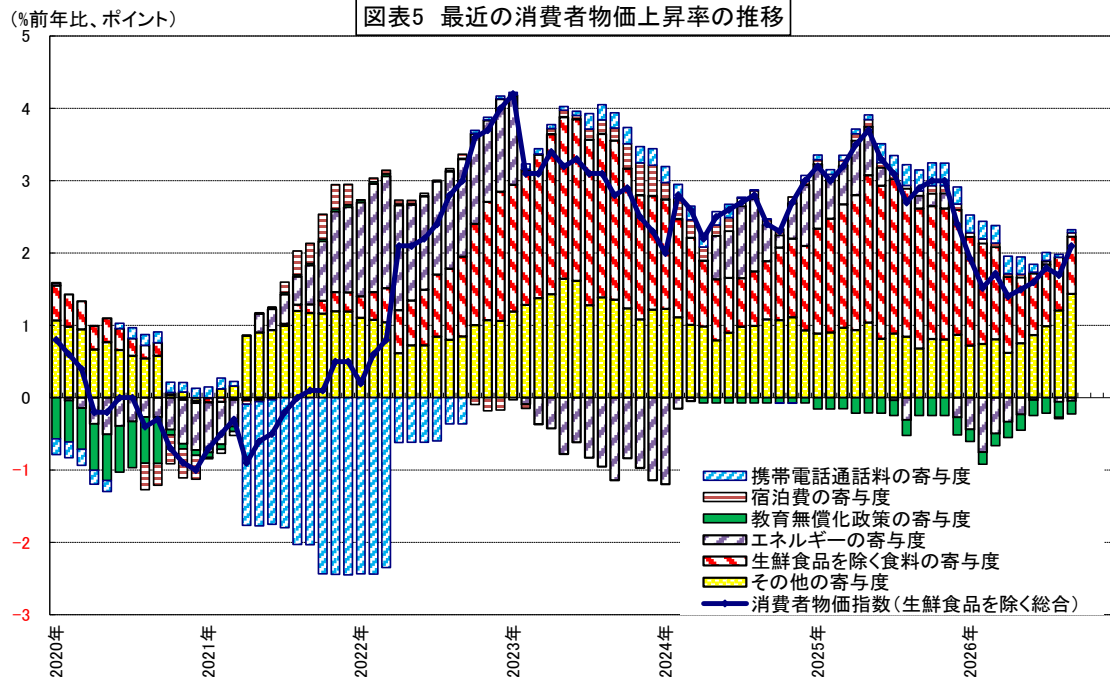
以下、景気の先行きを展望したい。米国とイランとの戦闘は米国中間選挙終了まで停止されているが、米国は選挙終了後にイラン攻撃の再開を仄めかしている。実際、戦闘終結に向けた協議も進展していない。さらに、サウジアラビアなどとイエメンの親イラン武装組織フーシ派との戦闘も継続、原油供給を巡る懸念は払拭できていない。こうした不安定な中東情勢の下でも、世界的にAI関連財への需要は根強く、輸出の下振れは回避されるだろう。また、企業設備投資も底堅く推移するだろう。一方、26年度下期にかけて物価上昇率が3%前後まで高まることへの警戒が強まり、消費は足踏みが続くと予想される。以上を踏まえると、26年度下期は足踏み状態が続くとみられる。

なお、9～10月にかけて国内外でサイバー攻撃による情報漏洩などが相次いだほか、Web開発で広く使われているプログラミング言語PHPの脆弱性が明らかとなっている。インターネットを活用した商取引は決済システム等と同様、極めて重要なものとなっており、機能不全となるリスクが改めて意識された。

9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2.1%と8月（同1.7%）から上昇率を拡大させ、9か月ぶりの2%台となった。原油・非鉄金属などの高止まりが続くなか、各種政策効果によって物価上昇が抑制されているとはいえ、値上げの波が広範囲にわたって波及しつつあることが確認できた。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」

も同 2.4%と、8 月（同 1.9%）から上昇率が拡大、6 か月ぶりに 2%を上回った。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

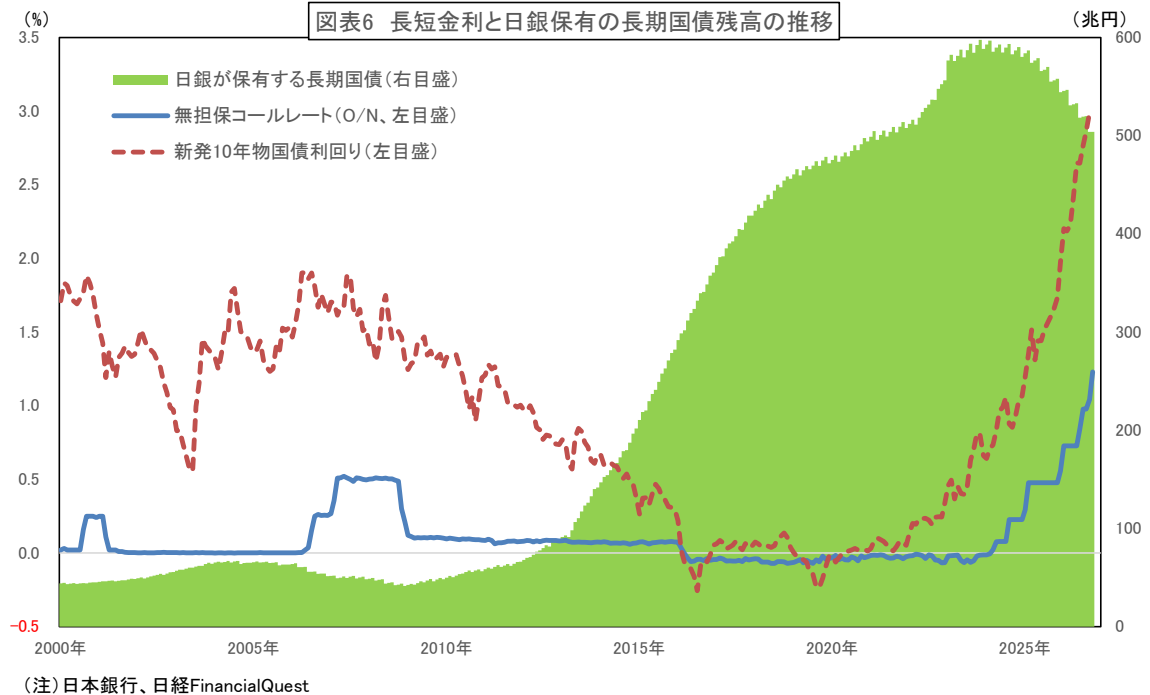
**物価見通し：年末
には 3% 前後まで
物価上昇率が高ま
ると予想**

イラン情勢の悪化を受けて、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、補助金を支給してきたが、中東情勢の長期化に伴って財政負担の累増が懸念され始めている。そうした動向を踏まえ、高市首相は 23 日に制度の見直し検討を赤澤経産相に指示した。また、今冬も電気・都市ガス料金の負担軽減措置が導入される可能性があるが、規模縮小もありうる。エネルギーは先行き物価上昇率を押し上げる方向に働くだろう。さらに、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。サービス分野でも人件費増の価格転嫁が進むとみられる。今後しばらく物価上昇率は拡大傾向をたどり、年末には 3% 前後まで高まるだろう。

**金融政策：政策の
局面変化**

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を 31 年ぶりとなる 1.25% 程度に引き上げることを決定した。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に、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。



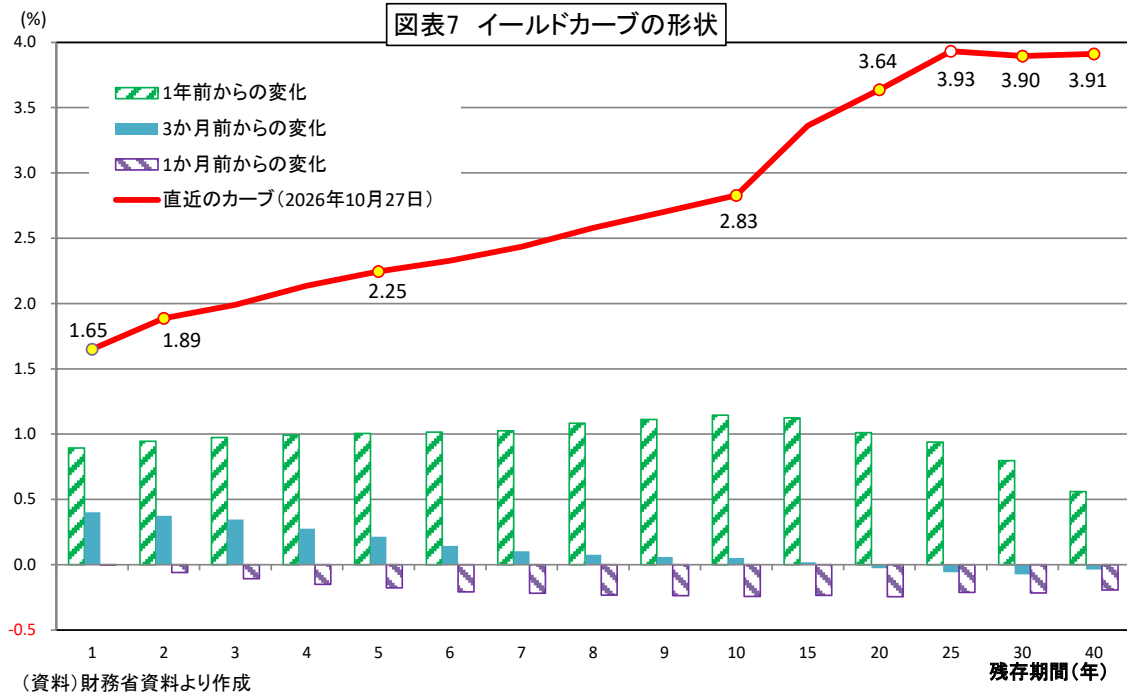
金融政策：10月は利上げを見送るが、12月には追加利上げの可能性

この「局面変化」との認識を受けて、マーケットでは「10月の連続利上げ」や「50bpの利上げ」といった観測が浮上し、長期金利に上昇圧力が高まった。前述のとおり、物価上昇率は既に2%台に戻っており、26年度下期にかけて一段と高まるとみられている。しかし、あくまで想定の範囲内の動きであるほか、景気過熱感もない状況である。目下、円安圧力は大幅に緩和していることもあり、これまでの利上げの影響を見極めるだけの時間はあると思われる。そのため、10月の利上げは見送られると思われる。とはいえ、物価上振れリスクを抑制する観点から12月にも追加利上げ（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。

金融市場：現状・見通し・注目点

AIブームへの懸念が根強く、株価は軟調に推移した。一方、外国為替市場ではドル円レートはもみ合い状態だったが、フランスの政情不安や財政悪化への警戒から、ユーロは弱含む展開だった。

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。



長期金利は上昇一服

長期金利の低下余地は限定的

調整色の強い展開

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きた。7月9日に一旦2.9%まで上昇したした後、2.7%前後まで低下したが、8月に入ると、日銀の利上げペースが加速するとの思惑から長期金利は再び上昇傾向をたどった。9月1日に3%台に乗せた後、追加利上げ後となる25日には30年ぶりとなる3.115%まで上昇する場面もあった。10月上旬にかけても3.1%程度でもみ合う展開が続いたが、中旬以降は日銀の早期利上げ観測の後退や内外株価の調整に伴うリスクオフの流れから低下基調となり、26日の長期金利は3か月ぶりに一時2.78%となった。

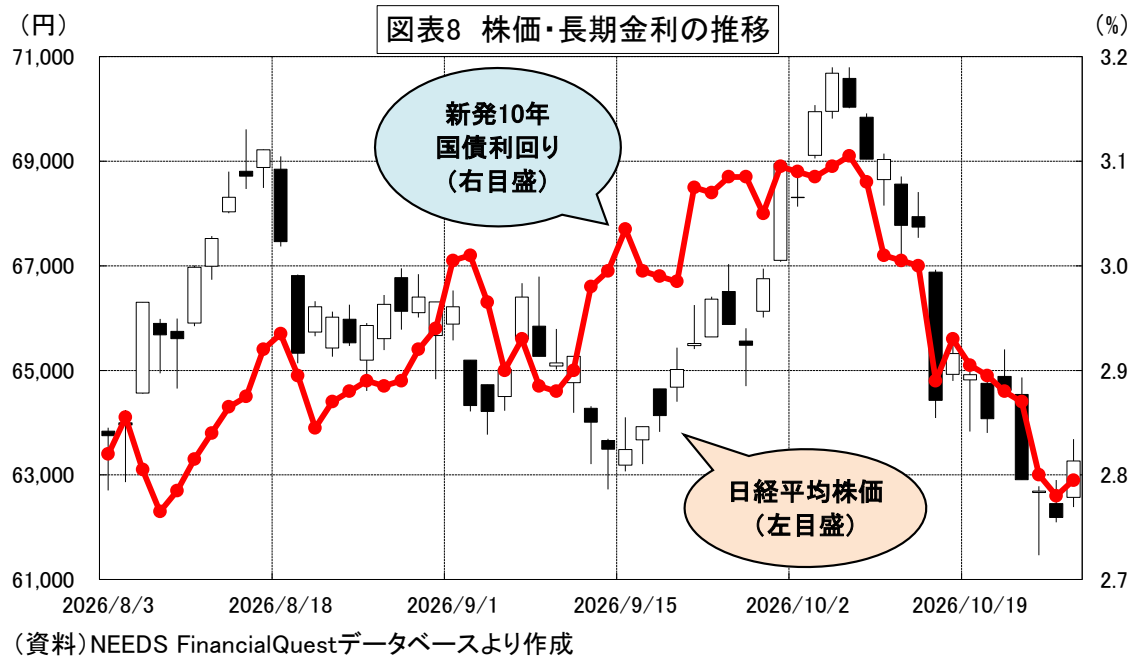
日銀は今後とも経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げる方針を示している。また、消費税減税の財源問題も先送りされるなど、財政悪化への警戒も根強い。長期金利の低下余地は乏しく、再び上昇圧力がかかるものと思われる。

② 株式市場

イラン情勢が再び緊迫化したことで原油が高騰したほか、ハイテク企業の巨額な設備投資に対する警戒が強まったことで、

7月の株価は軟調に推移、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、9月にかけては65,000円前後での上値の重い展開が続いた。10月初旬には再びAI・半導体関連株を中心に上昇傾向が強まり、70,000円台を回復する場面もあったが、23日には一時61,000円台まで下げるなど、調整色の強い展開となった。

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るものの、物色の中心であるAI・半導体関連企業の決算発表などでポジティブ・サプライズが出ないとなかなか上抜けない展開となっている。しばらくは上値の重い展開が続くだろう。



③ 外国為替市場

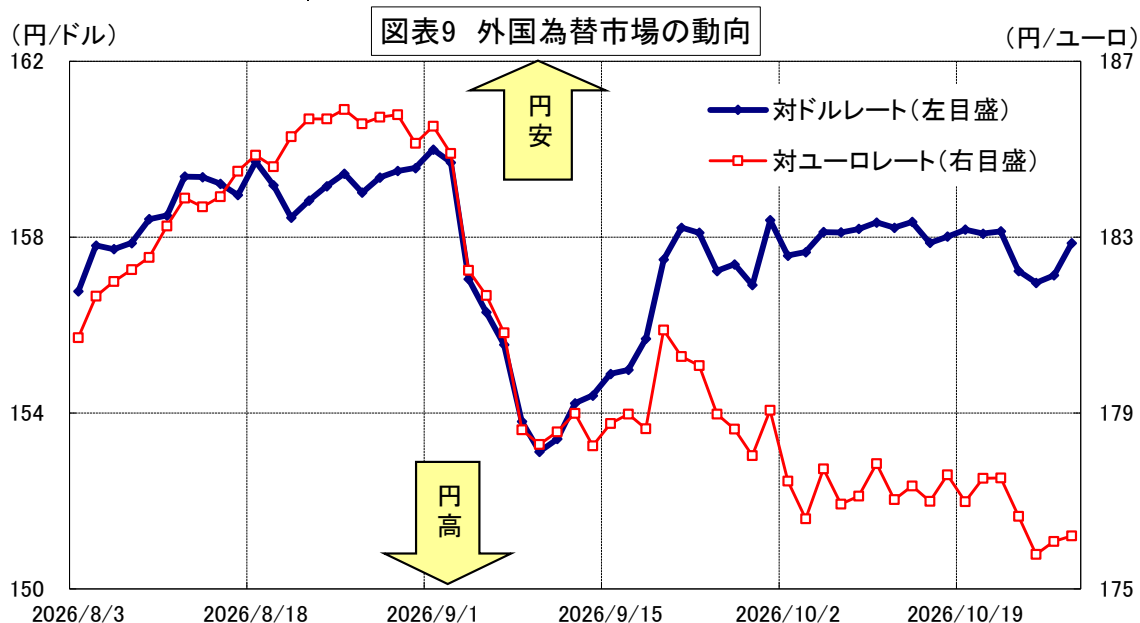
1ドル＝158円前後 でもみ合う展開

25年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどってきたが、その背景には日銀の利上げ継続姿勢や高市内閣の財政政策運営への警戒が根強いことがあった。通貨当局による再三の口先介入にもかかわらず、1ドル＝160円台まで円安が進んだことから、政府は「4～5月」、「7～8月」と、それぞれ10兆円超規模の円買い介入を実施してきた。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 円に向けて円安がすすんだ。水準となった。こうした動きに対して日銀はレートチェックを実施して円安を牽制したほか、米雇用統計の軟調さで米国の早期利上げ観測が後退したこともあり、10 月下旬にかけて 158 円前後でもみ合う展開となった。

先行きについては、引き続き高市内閣の財政運営は円安要因になりやすいが、日米通貨当局は円安を阻止する意向である。また、日銀は「3 か月で 0.25%」という利上げペースが継続するとみられるものの、米国も追加利上げの可能性があるなど、日米金利差はなかなか縮小しないように思われる。しばらくは方向感が乏し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。

フランスの長期金利急上昇もあり、ユーロ売りが強まる

一方、ユーロの対円レートはこれまでドルと同様に円安圧力が高い状態が続いてきたが、9 月中旬以降は変化が生じている。その背景にはフランス国債の売り圧力が高まっていることがある。フランスの財政赤字は対 GDP 比率で 5%程度と、3%未満を求めるユーロ圏のなかでも高いほか、27 年度予算案の審議も不透明な状況であり、格下げが懸念されている。加えて、教育環境改善を求める学生デモが一部暴動化し、社会不安が広がっている。こうした状況を受けて、フランスの長期金利は一時 5%

台へ上昇するなど、24年ぶりの高水準となっている。

欧州中央銀行は、域内のインフレ加速（9月のHICPは前年比3.8%）もあって利上げを継続する方針であるが、長期金利急騰の影響を踏まえ、10月の利上げは見送られるとの見方が急速に高まった。こうした動きもあって、8月下旬には1ユーロ＝180円台半ばだった対円レートは、10月下旬にかけて一時175円台まで円高ユーロ安が進んだ。

（26.10.27 現在）