

イラン情勢の再緊迫化で経済・物価の先行き不安高まる

～「骨太ショック」で債券安・円安が進行する場面も～

南 武志

要旨

イラン情勢の悪化が続くなか、政府が原油の代替調達確保を進めたことやガソリンなどの価格抑制策が奏功しており、国内景気は底堅く推移しているほか、消費者物価も 2%割れとなっている。26 年春闘も連合が目標とする 5%の賃上げが実現するなど、家計の所得環境は改善している。しかし、7 月に入ってイラン情勢が再び緊迫化したことで原油価格が高騰するなど、緩和方向にあった経済下振れリスク、物価上振れリスクが再度意識されている。

こうしたなか、高市内閣として初の「骨太の方針」や「日本成長戦略」が閣議決定され、40 年度までに累計 370 兆円超の官民投資を行うことで、40 年度には 1,100 兆円に迫る GDP を目指すことが目標として掲げられた。財政運営についても、強い経済の実現と財政の持続可能性を両立する観点から、国・地方の総債務残高対 GDP 比の安定的低下を目標の中核に位置付けることが正式に決まった。その一方で、マーケットでは日銀の独立性への懸念が高まり、円安・債券安が進んだ。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2026年			27年	
		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.980	0.95～1.00	0.95～1.25	0.95～1.25	0.95～1.50
国債利回り	20年債	3.670	3.55～4.05	3.60～4.10	3.65～4.15	3.70～4.20
	10年債	2.775	2.55～3.05	2.60～3.10	2.65～3.15	2.70～3.20
	5年債	2.000	1.90～2.40	1.95～2.45	2.00～2.50	2.05～2.55
為替レート	対ドル (円/ドル)	163.8	150～165	150～165	150～165	150～165
	対ユーロ (円/ユーロ)	186.2	175～190	175～190	175～190	175～190
日経平均株価	(円)	62,364	65,000±5,000	67,000±5,000	68,000±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7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。

「骨太の方針」と 「日本成長戦略」 を閣議決定

7月21日に高市内閣としては初の「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」と「日本成長戦略」が閣議決定された。長年にわたる投資不足の流れを断ち切るとともに、世界的な産業政策の大競争時代に対応していくために「責任ある積極財政」の考え方の下で「危機管理投資」や「成長投資」を大胆かつ戦略的に進め、中長期的な成長力強化につなげていくほか、民間投資を引き出すために政府予算の予見可能性を確保する観点から、予算の作り方を根本から改め、2027年度を「責任ある積極財政元年」と位置付ける方針を示した。

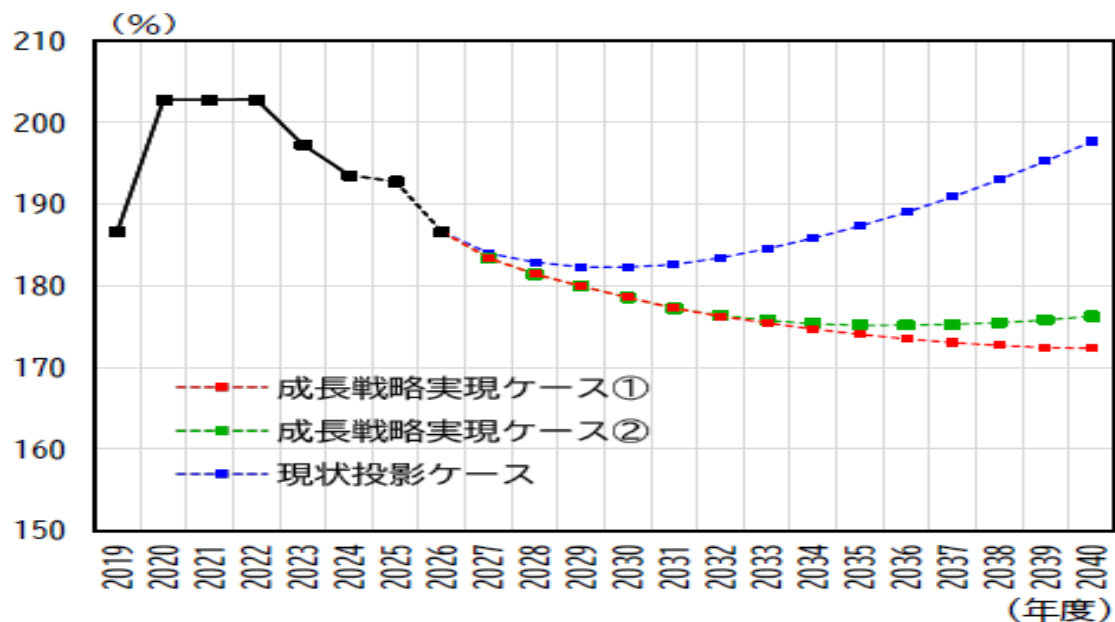
「強い経済」の実現に向けた戦略的投資・分野横断的な取り

組みとして、AI や半導体など 17 の戦略分野に対して 40 年度までに累計 370 兆円超の官民投資を想定している。27 年度予算にはそれに向けた「新たな投資枠」が設けられる予定だ。民間投資の拡大による供給力の強化を経済規模の拡大や税収基盤の強化につなげ、「財政の持続可能性」と一体的に実現していく方針である。できるだけ早期に実質 1%超、名目 3%超を上回る経済成長を定着させ、40 年度には 250 兆円の民間設備投資、1,100 兆円に迫る GDP を目指すとしている。

一方、財政政策運営は基礎的財政収支（PB）の黒字化目標といった従来の方針からの転換がなされた。強い経済の実現と財政の持続可能性を両立する観点から、国・地方の総債務残高対 GDP 比の安定的低下を財政運営目標の中核に位置付け、PB については債務残高対 GDP 比の低下に向けて確認する指標とし、その安定的低下と整合するよう複数年で管理することとした。

なお、後述の通り、6 月 30 日に示された「骨太の方針」原案を巡っては、マーケットで日本銀行の独立性に対する懸念が広がり、債券安・円安が進行する場面もみられた。

図表 2 国・地方の公債等残高対 GDP 比の見通し



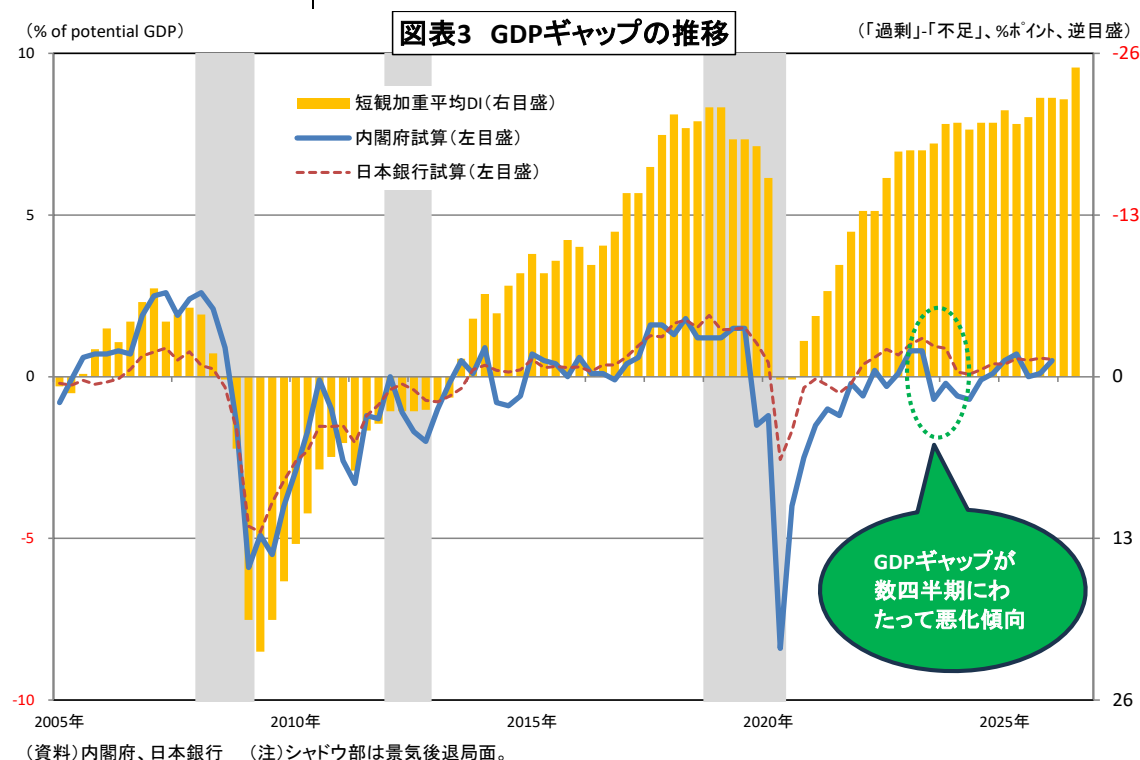
(資料)内閣府「日本成長戦略の下での中長期的な経済・財政の姿に関する試算」より抜粋

(注)現状投影ケース:TFP 上昇率は、従来の水準程度の 0%台半ばで推移。成長戦略実現ケース①:TFP 上昇率は今後 5 年で 1.1%、さらにその次の 5 年で 1.4%まで上昇。成長戦略実現ケース②:TFP 上昇率は今後 5 年で 1.1%まで上昇し、その後は一定。

イラン情勢が悪化した下でも企業マインドは堅調さを維持

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観（6月調査）によれば、代表的な大企業製造業の業況判断 DI は 22 と、事前の悪化予想に反して 3 月調査（17）から +5 ポイントと 5 期連続で改善した。イラン情勢の悪化を受けて原油高騰やナフサなどの供給懸念が高まったものの、その影響は限定的なものにとどまり、むしろ価格転嫁の進展や株高が進んだことが企業マインドを押し上げた格好となった。大企業非製造業の業況判断 DI も 37 と、3 月調査（26）から +1 ポイントとバブル期以来の高水準となっている。一方、先行きについては製造業が今回から ▲5 ポイント、非製造業が同じく ▲9 ポイントと、悪化見通しとなっている。

26 年度の企業業績は製造業・非製造業ともに増収ながらも減益との見通しが維持された。また、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）は前年度比 8.7% と、25 年度実績（同 9.0%）に匹敵する増加率へ上方修正されるなど、設備投資マインドは堅調さを保っている。



景気の拡張期間が戦後最長になった可能性

月次指標を確認すると、5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 3 か月ぶりに低下した。ただし、基調判断は 4 月に上方修正された「改善」で据え置きだった。一

設備投資マインドは底堅いが、5月の機械受注は低調

**消費マインドは弱い
が、家計の所得環境の**

方、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」（5月）は前月から+0.1ポイント（2か月連続の上昇）、4月に続いて過去最高値を更新した。

ちなみに、政府は7月の月例経済報告（29日公表予定）において、「景気は緩やかに回復している」との基調判断を据え置く方針と報じられている。これにより今回の景気拡張期間（20年6月～）は74か月目となり、戦後最長を更新（これまでは02年1月～08年2月の73か月間）することになる。とはいえ、GDPをみると、23年度の実質成長率は▲0.03%、24年度は0.5%であり、この期間はGDPギャップが悪化したことを考慮すれば、景気は一貫して拡大し続けたわけではない。

また、6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+0.4ポイントと2か月連続、「先行き判断」DIも同+5.0ポイントと3か月連続で、いずれも上昇した。米国とイランの停戦によって戦争終結が期待されたものの、イラン情勢が悪化する前の水準までは回復しておらず、判断基準である50を大きく割り込んだままである。

一方、6月の実質輸出指数は前月比0.4%と2か月連続で上昇したものの、4～6月期としては前期比▲0.5%と3期ぶりに低下した。地域別にみると、米国向けやEU向けは底堅く推移したものの、中国などアジア向けは低調だった。財別には、中間財は軟調だったが、自動車関連や情報関連は上昇した。

こうしたなか、5月の鉱工業生産は前月比0.1%と微増ながらも2か月連続の上昇だった。汎用・業務用機械工業、電気・情報通信機械工業、生産用機械工業が低下したものの、4月に悪化した無機・有機化学工業、石油製品工業で持ち直しが見られた。なお、6月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同2.6%と、上昇継続が見込まれている。

5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲12.4%と2か月ぶりに減少した。4月に大幅増となった造船業などで反動減がみられ、4～6月期見通し（内閣府集計、前期比0.3%）の達成は難しくなった（6月分は前月比9.9%増が必要）。ただし、上述の通り、設備投資意欲は底堅いほか、6月の工作機械受注は増加しているため、足踏みは一時的とみられる。

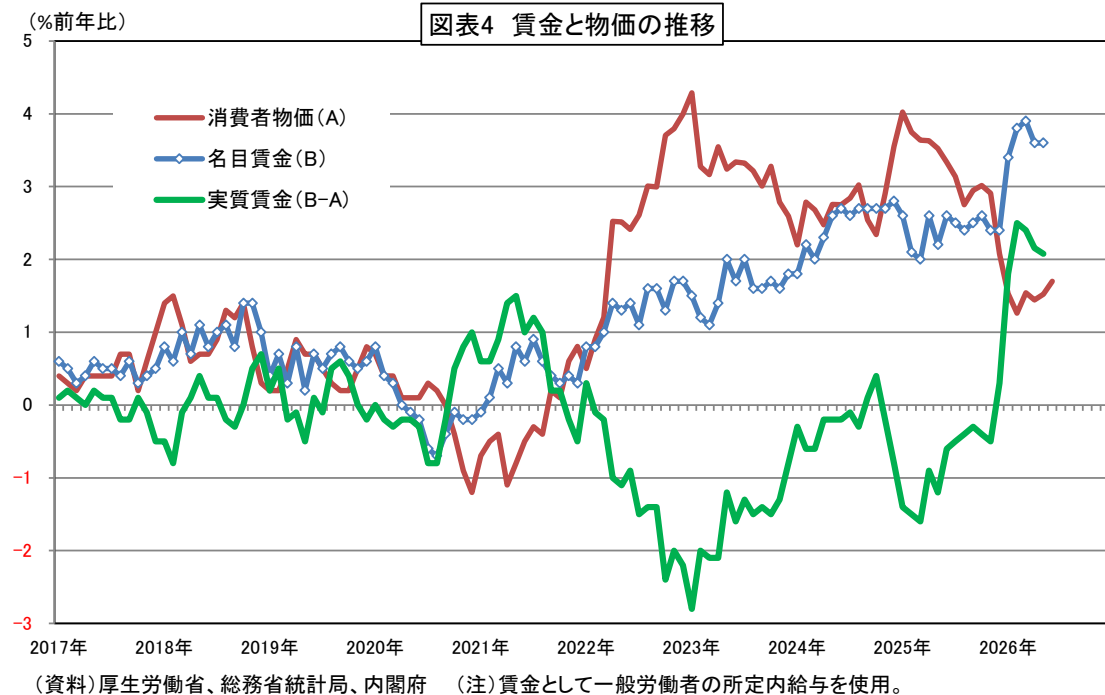
5月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.3%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与も同3.6%

改善や耐久財の牽引 で消費は底堅い

と、いずれも上昇基調を維持している。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を維持した（現金給与総額ベースで同 1.8%、一般労働者の所定内給与ベースで同 2.1%と、ともに 6 か月連続のプラス）。

また、イラン情勢を受けて消費マインドは大幅に悪化した
が、直近は持ち直しが見られる。6 月の消費動向調査「消費者
態度指数」は前月から+0.2 ポイントと 2 か月連続で上昇した。
ただし、イラン情勢が悪化する前の水準には及ばず、基調判断
は「弱含んでいる」のまま（4 か月連続）だった。

一方、消費は「エアコン 2027 年問題」によって耐久財の販売
が好調であり、5 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 0.6%と 2 か月連続で上昇、4～5 月平均は 1
～3 月平均を 1.6%上回るなど、底堅い。



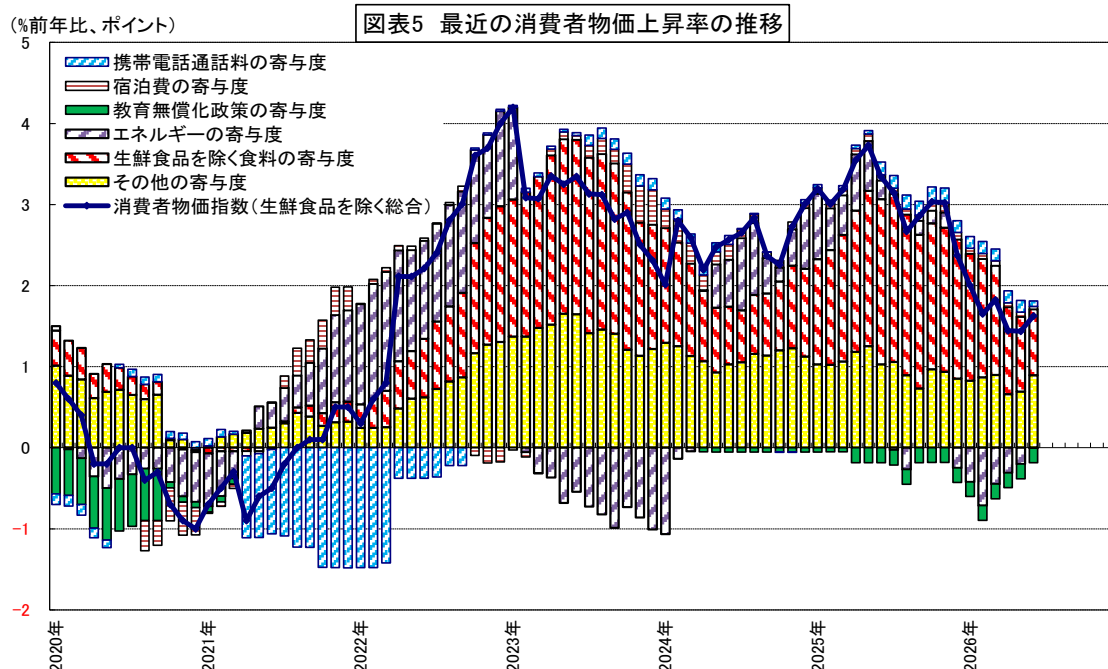
経済見通し：イラン情勢の再緊迫化もあり、先行き不確実性が極めて高い状態

以下、景気の先行きを展望したい。26 年春闘での賃上げ率（連合集計）は 5.01%と、連合が目標とする「5%以上」を達成するなど、堅調な結果となった。イラン情勢の影響で消費マインドは悪化した状態であるが、実質賃金が前年比プラスで推移していることもあり、消費そのものへの影響は軽微といえる。

しかし、イラン情勢については、イランがホルムズ海峡を航行する商船を攻撃したとして、7 月 8 日に米国がイラン攻撃を

実施、イラン側も報復措置をとるなど、再び緊迫化している。下落基調にあった国際原油市況も再び高騰するなど、経済の下振れリスク、物価の上振れリスクが高まっている。政府は27年春までの原油供給にめどがついたとしているが、円ベースの入着価格は前年比84.7%の118円/ℓへと大幅上昇している。こうしたコスト高で企業業績が圧迫されると、経済活動などへの悪影響が懸念される。先行き不確実性は高い状況である。

こうしたなか、「1974年通商法301条」に基づく新たなトランプ関税が24日から導入された。強制労働で製造された製品の輸入禁止措置が不十分とのことで、日本には12.5%の関税が課せられた（それまでの「代替関税」では一律10%）。トランプ政権では更なる追加関税の導入を検討していると報じられているが、昨年の日米関税合意では「最大15%」とされており、その取扱いが注目される。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：6月の全国コアCPIは前年比1.6%へ上昇率が拡大したが、5か月連続で2%割れ

6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1.6%と、5月（同1.4%）から上昇率が高まったが、5か月連続での2%割れであった。コメの値下がり（前月比▲2.2%、前年比▲8.7%）などもあって食料の上昇圧力が解消しつつある半面、エネルギー価格が徐々に値上がりしており、前年比のマイナス幅が▲0.1%まで圧縮された。

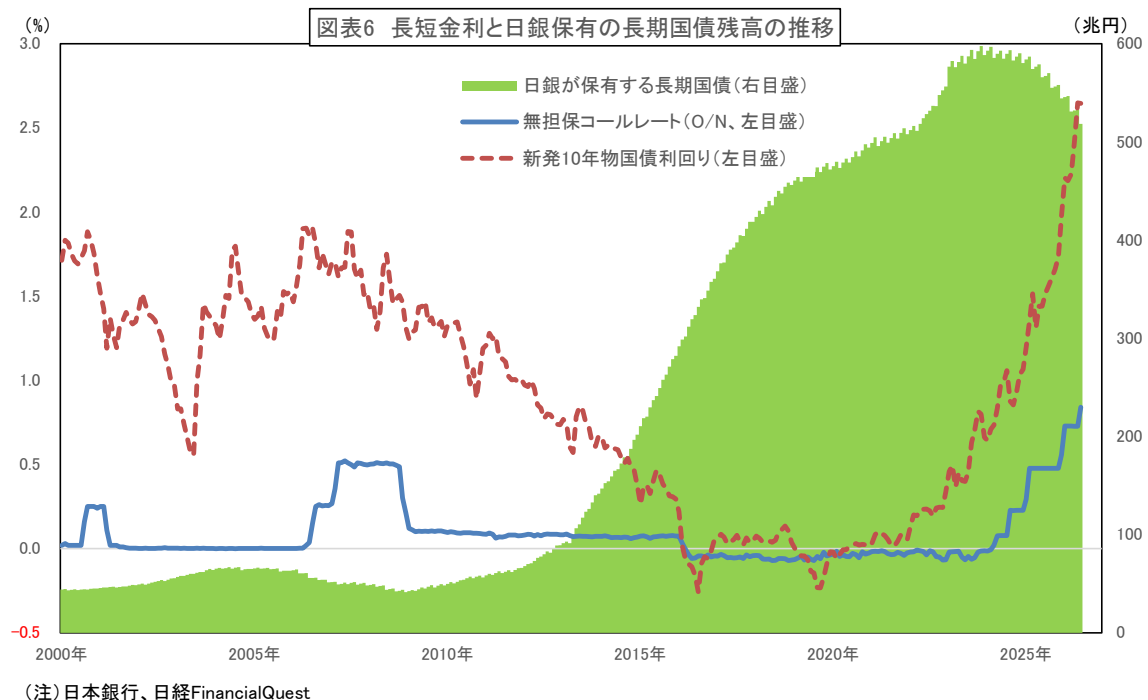
一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」

物価見通し：年度末にかけて 3% 近くまで上昇率が拡大すると予想

は同 1.7%と 8 か月連続で鈍化、3 か月連続で 2%割れとなるなど、約 4 年ぶりの低い伸びとなった。教育無償化などの政策効果もあり、イラン情勢による原油高騰などの影響は消費者物価に対しては依然として限定的といえる。

政府はイラン情勢の悪化後に開始したガソリン補助金の支給を続けているほか、7～9 月使用分の電気・ガス代負担軽減策を導入している。8 月の電気・ガス料金は 7 月から値下がりすると報じられている。また、東京都は前年に続き、夏場の水道基本料金の無償化を実施している。夏場にかけて消費者物価が大幅に上昇する可能性は薄いだろう。

ただし、秋以降の物価上昇率は高まっていくと思われる。すでに輸入物価や国内企業物価は大きく上昇しており（6 月は前年比でそれぞれ 29.7%、7.1%）、それが時間差を伴って様々な消費財・サービスに波及していくと思われる。7～9 月期には物価上昇率は 2%台に乗せ、年度末には 3%近くになるだろう。

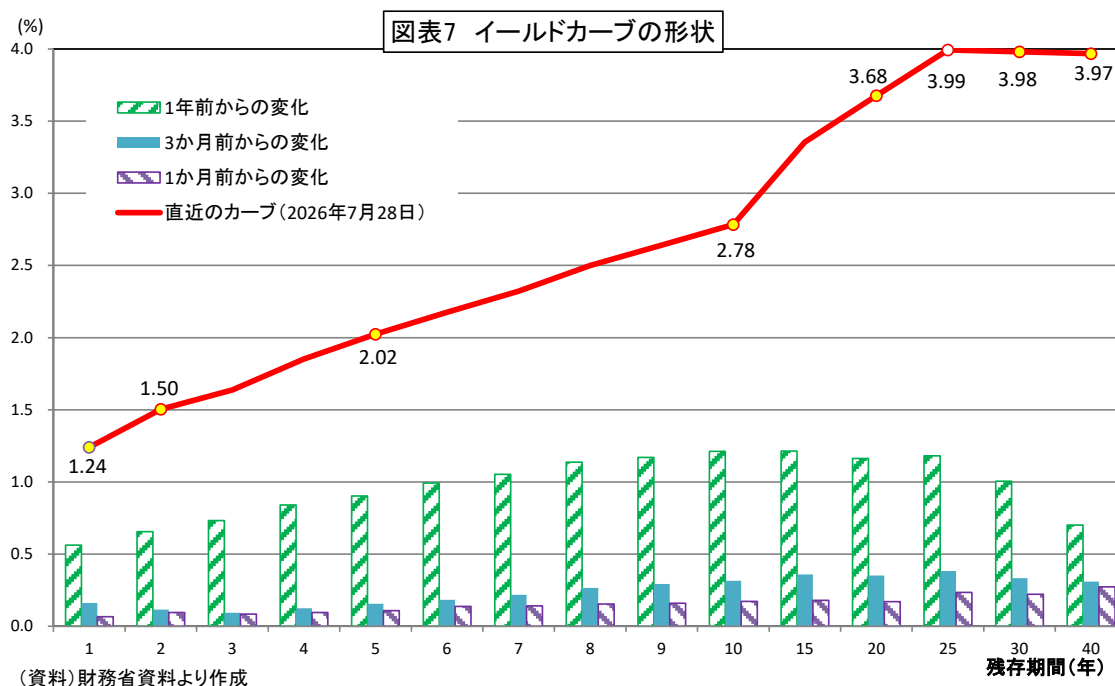


金融政策：7 月会合は政策据え置きと予想

日本銀行は 6 月の金融政策決定会合で政策金利を 31 年ぶりの水準となる 1.0%へ引き上げた。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、利上げ継続の方針を改め

て示している。

一方、7月30～31日に開催される次回会合においては、インフレ加速といった連続利上げをするような材料はなく、これまでの利上げの効果を見極める上でも政策変更なしと予想される。



金融政策：年内にも追加利上げの可能性ある半面、政府からの「注文」も

前述の通り、原油高騰の影響は消費者物価段階ではまだ限定的なものにとどまっているが、年度半ば以降は物価上昇率を押し上げていくと思われる。景気下振れ圧力がよほど強まらない限り、日銀は「半年に0.25%」のペースでの利上げを継続するものと思われ、年内にも再利上げ（政策金利1.25%）の可能性があるだろう。その後、27年6月頃に政策金利を1.50%まで引き上げる、と予想している。

こうしたなか、6月30日に公表された「骨太の方針」の原案に「「強い経済」の実現に向けては、適切な金融政策運営が行われることも非常に重要である」との記述があったが、マーケットは今後の利上げを牽制する意図があると受け止め、円安・債券安が進行した。最終版の脚注では「日本銀行法第3条に基づき、金融政策の具体的な手法については日本銀行に委ねられる」と付け加えるなど、政府は火消しに追われたが、政府からの金融政策に対する「注文」への警戒は燻っている。

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

金融市場：現状・見 通し・注目点

予定であるが、政府は後任にリフレ派的もしくはハト派的な考えの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どのような影響を及ぼすのかどうか注目される。

6月30日に公表された骨太の方針の原案を巡り、債券安や通貨安が進んだ（いわゆる「骨太ショック」）。一方、6月下旬にかけて史上最高値を断続的に更新してきた株価は、調整色を強める展開となった。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利は一時 2.90%へ上昇

① 債券市場

高市内閣の「責任ある積極財政」や衆院選で掲げられた消費税減税などへの警戒、さらには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。イラン情勢の悪化後には原油価格が高騰したことで、いずれ国内物価の上昇圧力が再び強まるとの見方から日銀の早期利上げ観測が強まった。また、政府がイラン情勢に対応するために3兆円規模の補正予算を編成し、その財源が全額赤字国債となったことで、5月中旬に長期金利は一時2.80%と29年半ぶりの水準まで上昇した。6月にかけては概ね2.6%台でのみみ合いとなったが、「骨太の方針」原案の文言で日銀の独立性に対する懸念が高まったほか、イラン情勢が再び緊迫化し、インフレ懸念が台頭したこともあり、7月9日に長期金利は一時1996年9月以来となる

長期金利の上昇圧力は燻り続ける

2. 90%まで上昇した。政府は日銀の独立性を尊重していると弁明したものの、金利上昇圧力は根強い。

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、高市内閣の目玉である戦略 17 分野への官民投資のうちの政府支出や 27 年度からの実施を目論む消費税減税に関する財源への懸念も強い。長期金利の上昇圧力は今後とも燻り続けるだろう。

AI ブームへの警戒感から調整色の強い展開

② 株式市場

2 月末にイラン情勢が緊迫化した直後、世界経済の悪化懸念が高まり、日経平均株価は 3 月 30 日に一時 50,558 円まで下落した。しかし、4 月に入ると、好調な企業決算や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加わり、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、6 月 16 日には 70,000 円台に乗せるなど、上昇傾向が続いた。しかし、6 月下旬以降は、これまでのスピード調整的な動きが強まった。7 月入り後は、イラン情勢の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、株価は軟調に推移している。28 日は一時 61,000 円台まで下落した。

6 月中旬にかけてハイペースで株価が上昇してきたこともあり、当面は調整色の強い展開が見込まれるものの、高市内閣の成長戦略や AI による生産性向上などへの期待は根強く、いずれ株価は回復するものと思われる。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。

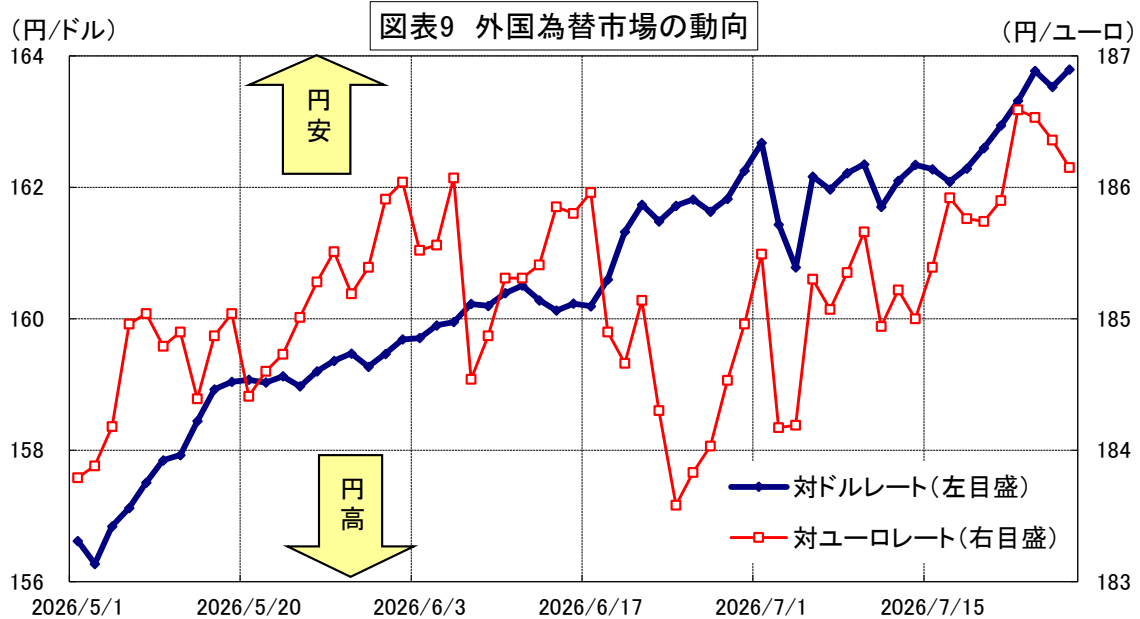
1 ドル=164 円台に迫る円安が進行

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。片山財務相や三村財務官が投機的な動きには断固たる措置をとると再三警告するなか、日銀が 4 月会合で利上げを見送った直後には 160 円台まで円安が進行した。それに対して政府は大型連休中に総額 11.7 兆円の円買い介入を実施し、連休明けには一旦 150 円台半ばまで円高方向に戻した。しかし、時間経過とともに介入の効果は薄れ、6 月入り後には再び 160 円台まで円安が進行した。7 月下旬には円買い介入が警戒されるなか、1986 年 12 月以来となる 163 円台の円安水準となっている。

先行きについては、日銀が利上げ継続方針を示す一方で、Fed

の利上げも意識されるなど、金利差はなかなか縮小しない可能性が高まっている。米国債の売り圧力につながりかねない日本の円買い介入に対して米国政府は決して好意的ではないとみられ、マーケットの一部では円買い介入の実施に疑念を抱きつつある。仮に円買い介入があったとしても、効果は一時的で、円安圧力はしぶとく残るだろう。



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

ECB の利上げ観測 で直近はユーロ高 へ

ユーロの対円レートは、4月中旬に1ユーロ=188円に迫ったが、大型連休中の円買いドル売り介入後は183円台までユーロ安方向に戻った。その後も180円台半ばでのみみ合いが続いている。欧州中央銀行 (ECB) は域内のインフレが再び高まったこともあり、6月に利上げに転換した。その後、軟調な経済指標を受けて利上げは1回限りとの観測が広がったが、原油価格が再び上昇したことで、9月に再利上げとの観測が浮上、直近はユーロ高が進んでいる。

(26.7.28 現在)