2026.8.3

【日銀金融政策決定会合（26年7月）】

基調物価2%超えを警戒する日銀
～9月利上げが現実味を帯びる～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **日銀は、基調的な物価上昇率が2%の物価安定の目標を「超えて」上振れるリスクをはじめて明記した。物価上振れへの警戒姿勢を一段と強めた形**
- **原油価格に加え、AI関連需要と円安の3つの要素が物価押し上げ要因になっているとの説明。円安対応で政府と歩調を合わせる意味でも、次回利上げの時期は9月の可能性が高まった**
- **金融緩和度合いの縮小という「正常化」の段階にとどまらず、いずれは政策金利が中立金利を上回る本格的な金融引き締め局面へ移る可能性も否定できない状況に**

１．物価が目標水準を超えて上振れるリスクを強調

7月30日、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。これは市場の事前予想通りだが、展望レポートおよび総裁会見はかなりタカ派的で、次回の利上げが近いことを感じさせる内容だった。

ポイントは、「消費者物価の基調的な上昇率が2%の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスク（下線部筆者、以下同様）」を強調した点である。前回4月の展望レポートで挙げていた原油価格のほかに、「AI関連需要」と「為替相場における円安」を加えた3つの要素が物価の押し上げ要因になっているためだと説明した。実際、展望レポートの基本的見解部分での「AI」という言葉の登場回数は、前回4月の5回から20回へ、「為替」は5回から13回へ、「円安」は1回から6回へとそれぞれ増加した。

AIも重要だが、市場の注目を集めやすいのはやはり為替相場への対応である。従来から、「為替相場の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている」点は強調していたが、今回の会合で、金融政策の判断材料としての為替相場の位置づけを一段と高めたことが明らかとなった。会合当日に大型為替介入が入っており、政府と連携している様子もうかがえる。為替相場は金融政策のターゲットではないためコメントしないとの建前論を貫いていた時代とは、ずいぶん姿勢が変わってきた印象である。

筆者は会合直前まで、次なる利上げは10月と予想していたが、今回の会合の結果をふまえ、9月の可能性が5割以上に高まってきたと見る。再三にわたる大型介入にもかかわらず、根強い円売り圧力が収まらないようであれば、「次は日銀の番」との機運が一段と高まるだろう。逆に言えば、為替相場、あるいは原油価格という市場動向に左右される面が大きいため、具体的な時期についての不確実性は引き続き高い。

２．展望レポートで「3 つの押し上げ要因」を強調

展望レポートの 1 ページ目の「概要」のページを見れば、前回 4 月との相違は明らかである。

概要は、「経済見通し」、「物価見通し」、「前回見通しとの比較」、「リスク要因」、「リスクバランス」という 5 項目から成り立っている。4 月展望レポートにおける物価見通し（除く生鮮食品、以下コア CPI）は、「賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、原油価格上昇が、エネルギー価格や財価格を中心に押し上げ方向に作用することから、2026 年度は 2%台後半になると予想される」という書きぶりで、原油価格のみが押し上げ要因として強調されていた。しかし今回は、「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、AI と円安が押し上げ要因として加えられた。

リスク要因のパラグラフも、前回 4 月は「リスク要因としては様々なものがあるが、当面は、今後の中東情勢の展開が、金融・為替市場やわが国の経済・物価に及ぼす影響をとくに注視する必要がある」とやはり中東情勢のみが挙げられていた。今回は、「当面は、中東情勢が金融・為替市場やわが国の経済・物価に及ぼす影響をとくに注視する必要がある。このほか、グローバルな AI 関連需要の動向や今後の為替相場の変動が、わが国の経済・物価に及ぼす影響にも留意が必要である」と、同様の追記が施された。

また、最後のリスクバランスの項では、4 月の「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」から「経済の見通しについては、概ねバランスしている。消費者物価の見通しについては、上振れリスクの方が大きい」となった。物価については引き続き上振れリスクが大きいとする一方、経済のリスクバランスを上方修正した。

３．「第 2 の柱」で目標から上振れるリスクに言及

この結果、展望レポートの最後の金融政策運営の章では、第 2 の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクを記載するパラグラフにおいて、「基調的な物価上昇率が 2%に近づいているなか、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ふまえると、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、十分に留意する必要がある」と、基調的な物価が物価目標の 2%を超えるリスクがあるとの見方がはじめて示された。

これは、今後の金融政策が、「正常化」、すなわち金融緩和の度合いを縮小する段階から、本格的な金融引き締め局面に移る可能性が出てきたことを意味する。ちなみに 4 月時点では、「基調的な物価上昇率が 2%に近づいているなか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることなどをふまえると、とくに、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、十分に留意する必要がある」との記載だった。前回も「大きく上振れていくリスク」とは述べていたが、今回の表現変更は、基調的な物価上昇率が目標である 2%に近づいてきた分、それを超えてしまうリスクにより警戒が必要な局面に入ってきたことを示す意味合いが込められていると見られる。

(図表1)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	26年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2026年度	実質GDP	1.0	0.5	0.6	0.9
	コアCPI	1.9	2.8	2.5	2.3
2027年度	実質GDP	0.8	0.7	0.8	0.8
	コアCPI	2.0	2.3	2.4	2.1
2028年度	実質GDP	－	0.8	0.8	0.8
	コアCPI	－	2.0	2.0	2.0

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

なお、コア CPI の上昇率については、2026 年度が前回の前年比＋2.8%から＋2.5%に下方修正されている（図表 1）。展望レポートの本文では、これを「政府に

よる夏場のエネルギー負担緩和策（電気・ガス代）の効果等から」としているが、欄外に記されている原油価格の前提が変化した影響も大きいだろう。前回 4 月は、「1 バレル 105 ドル程度を出発点に、見通し期間の終盤にかけて、70 ドル台程度まで下落していくと想定」とされていたが、今回は「1 バレル 80 ドル程度を出発点に、見通し期間の終盤にかけて、70 ドル程度まで下落していくと想定」へと下方修正した。もっとも、「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」との見通し自体は変わらない。上振れたのは実際の物価見通しではなく、あくまでリスクの部分である。

従って、物価見通しの表現が「2026 年度は 2%台後半になる」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」へ変更されたのは、一見すると物価見通しの上方修正のように映るが、これは上昇率の見通しが下がっても、基調的な物価が 2%を超える上振れリスクはむしろ増していることを示すための表現上の工夫と見ることができる。

４．植田総裁は「次回以降の会合でしっかり議論」と述べる

物価見通しについて、植田総裁は会合後の定例会見の冒頭の説明部分で、「***現状、基調的な物価上昇率が物価安定の目標である 2%に近づいていることをふまえますと、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考えています。こうした認識をもって、次回以降の決定会合においてしっかりと議論してまいりたいと考えています***」と述べた。「次回以降の会合でしっかり議論する」という言い回しは、これまで利上げ予告として使われてきたフレーズに近い。今回は「以降」がついているとはいえ、同じ言い回しを用いた意味は小さくないように思える。

また、物価押し上げ要因を 3 つに増やした理由については、「***基調的な物価が 2%に近づいてきている。そういうなかでは、これまでとは違って上振れリスクは重視してみないといけないものである。－中略－　基調物価が 2 をかなり下回っているときは、我々の予測が間違えて基調物価が上振れしても、そんなにコストが高いものではないということであったわけです。現在 2 に近くなっているところで、上振れ要因が顕現化し、本当に上振れたとしますと、それは大きなマイナスになる。ですから、そういう要因には注意しないといけないというなかで、大事なものを 3 つ考えましょうということで 3 つ挙げさせていただいた***」と述べた。物価上振れの可能性自体が高まっているのに加え、上振れが現実化した場合の経済的なコストも従来より大きくなっているという説明である。

なお、AI については、さまざまな影響が考えられる。展望レポートでは、「AI 関連の材料・部品などに対する内外の需要が想定以上に増加した場合には、価格面での上昇圧力が一段と高まるリスクもある」と短期的には価格上昇要因と位置づけられている。ただし植田総裁は会見で、「***巨額の設備投資に見合った収益が上げられないということが将来わかって、支出が低下してしまうということであれば、このインフレ圧力は消えてしまう***」とも述べている。また、設備投資の進展が生産性を押し上げる方向に働けば、米連邦準備制度理事会（FRB）のウォーシュ議長も言及しているように、将来的には物価押し下げ要因になる可能性もある。しかし植田総裁は、「***それはだいぶ先のことですし、いつそうなるかというのは必ずしもというか、全然、今の時点でははっきりしないことです***」と、当面そうした状況には至らないとの見通しを示している。

５．骨太原案への「返答」か

本筋からは逸れるが、今回、リスクバランスの章で興味深い記述があった。リスクバランスの章は前回、リスクを中東情勢関連とそれ以外に分けて論じる形に変更したが、今回は再び両者を統合のうえ、今度は短期と長期に分け、短期のリスクとして 3 点挙げた後、最後に長い目で見たリスクを別枠で挙げた（図表 2）。前回からの変更箇所やニュアンスの変化が不明確になるので、頻繁に構成を変更するのは、分析者の立場からすれば、

できれば避けてほしいところだが、とりあえずそれは置いておいて、今回はここに、骨太方針に対する日銀の返答にも見える一節が入った。

骨太方針の原案では、「適切な金融政策運営が非常に重要」という一節が盛り込まれたことが、日銀への緩和圧力と受け止められた。その結果、長期金利が急上昇し、円が売られるという「骨太ショック」が起こった。今回日銀はここで、「投資の制約要因として、人手不足とともに、資材価格の高騰等を指摘する声が多いことをふまえると、適切な金融政策運営を通じて物価の安定を実現することは、わが国の成長投資の拡大を支える観点からも重要である」との一文を加えた。金融引き締めこそが政府の成長投資を支える適切な金融政策だと主張した形である。目立たない位置ではあるものの、思いのほか強めの球を政府に打ち返したとの印象を受けた。

（図表2）展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

2026年1月		
経済のリスク要因	第1	海外の経済・物価動向
	第2	輸入物価の動向
	第3	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響
物価のリスク要因	第1	企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響
	第2	今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及

2026年4月		
中東情勢をめぐるリスク	第1	交易条件の悪化などのマイナスの影響が想定以上に大きくなるリスク
	第２	サプライチェーンの混乱が生産活動に大きな影響をもたらすリスク
その他のリスク要因	第1	AI関連需要を含む海外の経済・物価動向
	第2	為替相場の変動が経済・物価に及ぼす影響
	第3	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響

2026年7月		
経済・物価のリスク要因	第1	**中東情勢がわが国経済・物価に及ぼす影響** ・4月展望レポートで示した経済の大幅な下振れリスクは低下 ・消費者物価の基調的な上昇率が2%を超えて上振れるリスク
	第2	**AI関連需要を含む内外の経済・物価動向** ・旺盛な設備投資が世界経済を一段と押し上げる可能性がある一方、資産価格の変動を伴って調整圧力が生じる可能性 ・AI関連需要で価格上昇圧力が高まる可能性 ・米欧等各国の財政拡張的な動きや中国経済の不確実性
	第3	**為替相場の変動が経済・物価に及ぼす影響** ・企業の価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている
	長い目で見たリスク	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

６．景気判断は横ばい

なお、景気判断は前回 6 月の会合から不変だった（図表 3)。個別項目別の判断もすべて横ばいである（図表 4)。展望レポートでのみ示される先行きの見通しについては、前回４月は中東情勢の影響を受け、多くの項目が下方修正されたが、今回は企業収益と設備投資が逆に上方修正された（図表 5)。実際、AI 関連分野に対する企業の投資意欲はきわめて強く、それが原油価格が高騰するなかでも日本経済が堅調な推移を続けている一因となっている。

（図表 3）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備　考
23 年 1 月 18 日	持ち直している	→	
23 年 3 月 10 日	持ち直している	→	
23 年 4 月 28 日	持ち直している	→	
23 年 6 月 16 日	持ち直している	→	
23 年 7 月 28 日	緩やかに回復している	↑	1 年ぶりの上方修正
23 年 9 月 22 日	緩やかに回復している	→	
23 年 10 月 31 日	緩やかに回復している	→	
23 年 12 月 19 日	緩やかに回復している	→	
24 年 1 月 23 日	緩やかに回復している	→	
24 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	↓	22 年 3 月以来の下方修正
24 年 4 月 26 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 6 月 14 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	

24 年 9 月 20 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 10 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 12 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 1 月 24 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 5 月 1 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 6 月 17 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 9 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 10 月 30 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 12 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 1 月 23 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 4 月 28 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 6 月 16 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	20 会合連続で同じ表現

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表 4）個別項目の判断

項　目	2026 年 6 月（公表文）	2026 年 7 月（展望レポート）	方向性
海外経済	中東情勢の影響もあって一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸　出	基調としては横ばい圏内の動きを続けている	基調としては横ばい圏内の動きを続けている	→
鉱工業生産			
企業収益	グローバルな AI 関連需要の堅調な増加を背景に、高水準で推移している	グローバルな AI 関連需要の堅調な増加などを背景に、高水準で推移している	→
設備投資	緩やかな増加傾向にある	緩やかな増加傾向にある	→
雇用・所得環境	個人消費は、家計マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	個人消費は、家計マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	→
個人消費			→
住宅投資	減少傾向にある	減少傾向にある	→
公共投資	横ばい圏内の動きを続けている	横ばい圏内の動きを続けている	→
金融環境	緩和した状態にある	緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	緩やかに上昇している	緩やかに上昇している	→

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表 5）経済の先行き見通し

項目	4 月展望レポート	7 月展望レポート	方向性
全　体	2026 年度：成長ペースは減速する 2027 年度以降：成長率を緩やかに高めていく	2026 年度：伸び率を縮小しつつも緩やかな成長を続ける 2027 年度以降：成長率を緩やかに高めていく	↑
輸出・生産	当面は横ばい圏内の動き	当面は横ばい圏内の動き	→

企業収益	高水準を維持しつつも、交易条件悪化の影響から減少するとみられる	交易条件悪化の影響を受けつつも、AI 関連需要の強さなどを背景に高水準が続くとみられる	↑
設備投資	増勢は鈍化すると見込まれる	緩やかな増加傾向が続くと考えられる	↑
名目賃金	現状程度の伸びが続くと見込まれる	現状程度の伸びが続くと見込まれる	→
個人消費	横ばい圏内の動きになるとみられる	横ばい圏内の動きになるとみられる	→
住宅投資	緩やかな減少傾向をたどるとみられる	緩やかな減少傾向をたどるとみられる	→
公共投資	横ばい圏内で推移	横ばい圏内で推移	→
政府消費	緩やかに増加していく	緩やかに増加していく	→

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

物価上昇圧力は中東情勢次第、為替相場次第の面が大きいため、次なる利上げのタイミングも引き続き不確実性が高い。ただ、元々ボードメンバーのなかでもハト派と目される植田総裁が、今回ここまでタカ派的なスタンスを打ち出した意味は重い。基調的な物価が物価目標を上回るリスクがあるということは、政策金利が一時的には中立金利を上回る可能性があるということでもある。次回の利上げが 9 月か 10 月かはなお誤差の範囲内ではあるが、いずれにしても、その後も継続的に利上げを続けていく可能性が強まった。

今回のタカ派的スタンスは、会合当日の為替介入とあわせてみれば、政府との政策的な連携をうかがわせるものである。従って、為替介入が効果を発揮し、為替相場が 1 ドル＝150 円を切るような状況となれば、再びトーンダウンする可能性もあるが、現時点では、次回利上げは 9 月、ターミナルレートは 2%と見ておきたい。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：080-2298-8302
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。
●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411