

株式会社 ジャパン
エコノミックパルス

〒103-0007

東京都中央区日本橋浜町

2-33-5

Tel 03-5962-3910

Fax 03-5962-3913

www.j-pulse.co.jp

info@j-pulse.info

Market Insight

2025年8月25日（月）

インフレ後手の日銀9-10月利上げ現実味

物価上昇の長期化予見する内需デフレーター伸び

真夏の風物詩「ジャクソンホール会議」でパウエルFRB議長が雇用悪化に9月利下げを示唆する一方、日本経済は4-6月期GDP年率1.0%と想定外の強さを示し、特に内需デフレーターが物価上昇の長期化を暗示、米財務長官の日銀インフレ「後手踏み」批判に円安と輸入インフレ抑制で日銀9-10月利上げと日米逆向き金融政策が現実味を帯びつつあるようだ。

価格転嫁促す内需・消費デフレーター伸び

ある政府関係筋によれば、「日米関税が7月参院選前に電撃合意となって『不確実性』の濃い霧が晴れて4-6月期GDPが年率1.0%と予想以上の強さを示し、内需デフレーターが物価上昇の長期化を暗示、米財務長官の利上げ支援を受け日銀の9-10月利上げ説が現実味を帯びつつある」という。

総務省が22日発表した7月消費者物価指数(CPI)総合(生鮮食品除く)が前年同月比3.1%上昇と予想を上回る伸びを示して根強いインフレが日銀の早期利上げを後押しするとの見方が債券売りを促し22日の円債市場で長期金利(新発10年債利回り)が一時1.615%と2008年10月以来約17年ぶり高水準に上昇した。

既に、長期金利は8月4日の1.465%を底にして上昇基調を辿り、その上昇ドライバーとなっているのが日銀の追加利上げ期待であり、米関税強化でも国内物価上昇メカニズムが崩れないと利上げターミナルレート(最終到達点)予想が米4月相互関税前の水準に戻ってきた事情もある。市場が織り込むターミナルレートとして参照される指標の一つに、固定金利と変動金利を交換する翌日物金利スワップ(OIS)市場における「2年先・1年」のフォワード金利があり、足元1.1%台と3月下旬以来の高さにあり日銀が1.1%水準まで「正常化」利上げを続けると市場が見ている証左とされる。

さらに、2025年4-6月期のGDPデフレーターが内需デフレーター伸びに依拠して前年比3.0%と高い伸びを示しており、GDPデフレーター伸びが内需デフレーター特にウエートの高い消費デフレーター伸びの影響を受けていることが日銀の9月利上げ前倒し説の根拠となっている。既に、「生鮮食品除く食料(米類除く)」の上昇が押し上げるように日本のCPI総合(生鮮食品エネルギー除く)前年比が昨年の半ば頃から上昇傾向を辿り、ここに来て7月CPIが前年比3.1%と上振れする等、ベッセント財務長官の指摘を待つまでもなく日銀は明らかにインフレに「後手に回っている」ことが鮮明となりつつある。

問題は、「食料(米類除く)」価格の上昇傾向が長期化すると企業の価格転嫁の動きが膨らみCPI船体の上昇傾向が強まる可能性が高いことだ。ある政府関係筋によれば、「今夏の酷暑を踏まえると生鮮食品や米類の上昇が長期化する可能性が高く物価上昇リスクの高まりが日銀の9月利上げの蓋然性を高めつつある」という。何より、8月8日に日銀が公表した「金融政策決定会合における主な意見(2025年7月30、31日開催分)」でも、物価に関する意見7つのうち5つが「物価上振れ」リスクを指摘、多くの政策委員が物価上振れリスクに警戒感を抱きつつあることが証左とされる。

案の定、ベッセント米財務長官が8月13日、8月13日、「これは総裁の見解ではなく、私見だが、日銀は後手に回っており、利上げするだろう("My opinion, not his — they're behind the curve. So they're going to be hiking,")」とブルームバーグTVに対し植田日銀総裁と話したと明らかにし、日本がインフレ抑制に取り組む必要があるとの認識を鮮明にし、

WARNING! 記事並びに情報はすべて株式会社ジャパン
エコノミックパルスに帰属しています。無断転載及び転送
は法的に罰せられますのでご注意ください。



〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町2-33-5 マリオン浜町ビル
TEL (03) 5962-3910 FAX (03) 5962-3913
E-Mail info@j-pulse.co.jp URL http://www.j-pulse.co.jp
発行責任者: 上坂 郁 編集長: 原田 祥二

「2年先・1年」のフォワード金利が上昇を続け、軌を一にして日本株の上昇が利上げ期待を高めた。

何よりベッセント長官の懸念は、米国債利回りが日本やドイツなど外国金利に影響を受けている現実であり、「日本はインフレ問題を抱え、確実に日本からの波及がある」と釘を刺し日本にインフレ抑制を催促した。事実、日本の超長期債利回りは足元で急上昇しており、入札では需要が数年ぶりに低調となるケースが出ており、「米30年債利回りもその影響で連れ高となった」(ベッセント長官)。

言うまでもなく、日本の超長期債利回りの上昇は、長期金利(10年債利回り)の上昇と軌を一にし、7月CPI上ぶれにより8月22日には一時1.615%の高水準と2008年10月以来、約17年振りに連日で高値を更新した。トランプ関税による企業業績の過度な下振れ懸念が後退し円安の追い風もあり日経平均株価も押し上げられ、円安・株高で日銀が利上げに動きやすくなると思惑が金利上昇圧力となっている。

日銀の利上げ遅延が円安と輸入コスト上昇の元凶

「今回の『年央試算』では2025年度の我が国経済について、物価高や米国の関税措置の影響などがあるものの、賃上げに伴う所得環境の改善の継続や各種政策の効果が内需を下支えする中で、0.7%程度の実質成長率になるとの見通しが示された」。

8月7日に総理官邸で開催された経済財政諮問会議で交わされたマクロ経済運営の侃々諤々の議論を踏まえ石破首相はこう述べた。

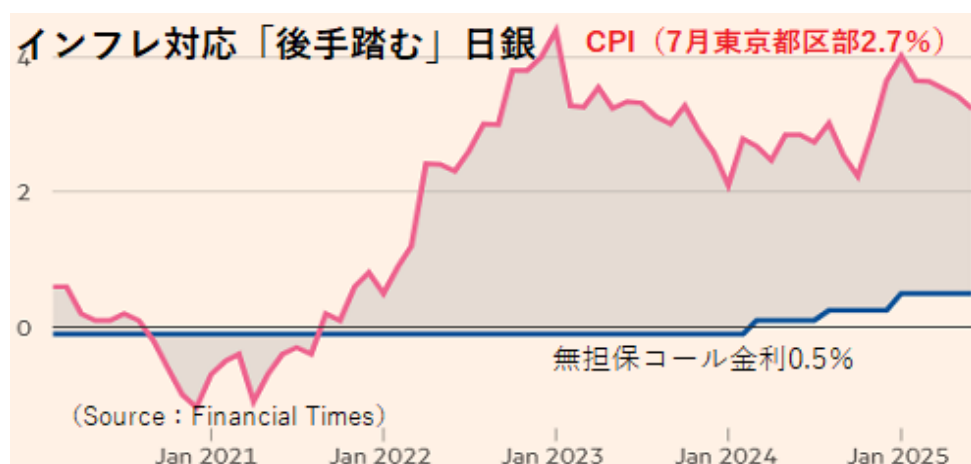
この日の経財諮問会議には、「内閣府年央試算」及び「中長期の経済財政に関する試算」が報告され、賃上げや設備投資のモメンタムの継続と強化に向けて、過去最大の引上げ幅となった最低賃金の着実な実施を始め、骨太方針2025に掲げた「成長型経済への移行」を確実なものとするべく取組の迅速な実行を強調した。

さらに石破首相は、米国の関税措置について、「国内産業・経済への影響を十分に把握・分析し、それを踏まえ、資金繰り支援など必要な対応に万全を期す」と述べ、日米協議の合意を踏まえ、「関税より投資」との考え方の下、「経済安全保障上重要な分野における日米の緊密な連携を進めるなど『ピンチをチャンスに変える』よう取り組む」旨、旗幟鮮明とした。

特筆すべきは、今回の「中長期試算」では2026年度の国・地方のプライマリーバランスが黒字となる見通しが示されたことであり、石破首相は「大災害や有事に対応するためには財政余力がどうしても必要となる」と財政健全化の必要性を声高にした。

むろん、既に金利のある世界となって久しく、日本の経済財政に対する市場からの信認を確実なものとするべく、「経済再生と財政健全化の両立に取り組み、『経済あつての財政』との考え方の下、2025年度から2026年度を通じて可能な限り早期にプライマリーバランスを黒字化させるとともに、コロナ禍前の水準に向けて債務残高対GDP比を安定的に引き下げることを目指す」(石破首相)と喝破した。

こうした考え方の下で2026年度(令和8年度)予算についてはメリハリの効いた内容とすると共に、この日決定した「予算の全体像」を念頭に、「賃上げを起点とした成長型経



済」の実現に向け、「潜在成長率の引上げに重点を置いた政策運営を行う」(首相)旨を強調した。

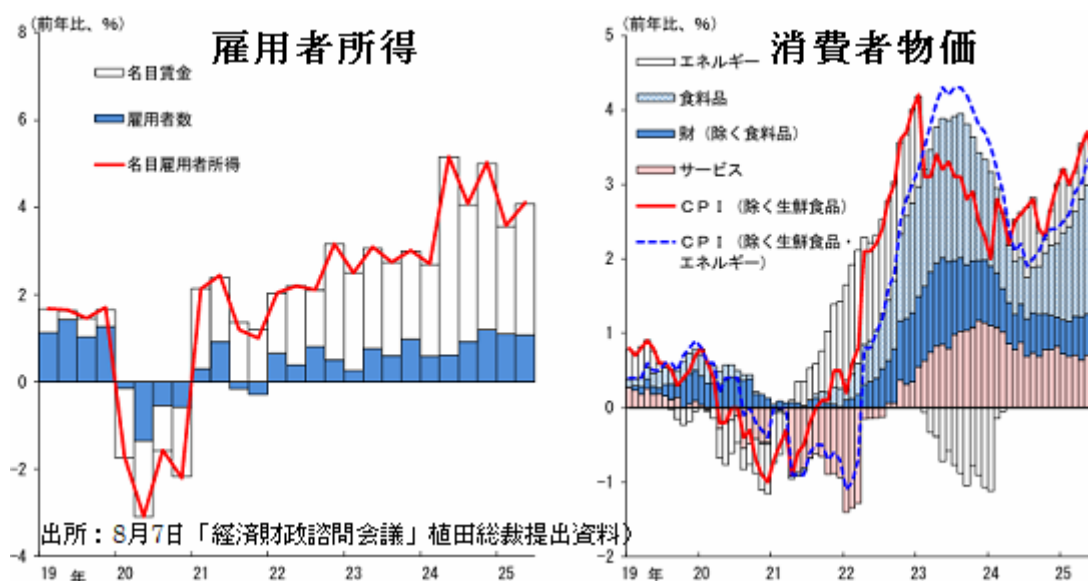
かかる「賃上げを起点とした成長型経済」の実現、及び「潜在成長率の引上げに重点を置いた政策運営」が4-6月期GDP成長率の上ぶれとなって顕在化したことは言うまでもない。

賃上げ起点の成長を目指す政府の経済運営を評するように8月15日に内閣府が発表した4-6月期実質GDPは前月比0.3%(年率1.0%)と予想以上に堅調な数字となった。潜在成長率が前期比0.15%(年率0.6%)の日本経済にあつて前期比0.3%という成長率は如何にも上出来であることは言うまでもない。

もっとも、7-9月期はトランプ関税の影響から輸出が減少し実質GDP成長率は鈍化、前期比で小幅なマイナス成長に陥る可能性が指摘され、余談は許されない。だが、日銀は日本経済の先行きのメインシナリオを、「先行きは、各国の通商政策などの影響を受けて成長ペースは鈍化するものの、その後は海外経済が緩やかな成長経路に復していく下で、成長率を高めていくとみられる」(展望レポート)としており、そうした見通しの下で「正常化」利上げの舵取りが行われるとみられる。

ここで問題となるのは「各国の通商政策などの影響を受けて成長ペースは鈍化する」かどうかであり、米アトランタ連銀「GDPナウ」は8月15日現在、7-9月期の米実質GDP前期比年率2.5%と予測、米経済が堅調を維持すれば米国向け輸出の下振れが回避され日本の7-9月期GDPもマイナス成長が回避されそうだ。

既に、「一部アナリストは、日銀の正常化ペースの遅延が円安の原因であると非難しており、それが輸入コストとインフレ率を押し上げている(The slow pace of the BOJ's policy normalization has been blamed by some analysts for the yen's persistent weakness, which in turn has pushed up the cost of imports and broader inflation)」(ブルームバーグ8月14日)事情から日銀9月ないし10月利上げ説が現実味を帯びつつあるようだ。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。