

門間 一夫の
経済深読み

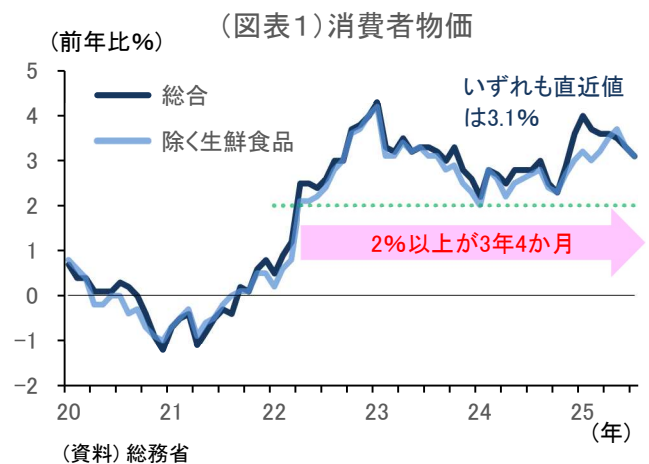
日銀が利上げに慎重な本当の理由

みずほリサーチ&テクノロジーズ
エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2025 年 8 月 27 日

物価目標に照らせば利上げは待ったなし

日銀の物価目標は 2%である。実際の消費者物価（総合）は 7 月の前年比が 3.1%となり、40 か月連続で 2%を上回る（図表 1）。天候などで価格が振れる生鮮食品を除いても、やはり 2%以上が 40 か月続く。物価目標に照らせば日銀はインフレ抑制に既に失敗しており、せめて今すぐにでも利上げした方がよい。しかし、当の日銀は政策金利を 0.5%の低水準に据え置き、金融緩和を続けている。金融緩和を続けているということは、日銀は「物価をもっと上げたい」と考えているということだ。



この不可解な政策を日銀はどう説明しているのか。植田総裁は 7 月 31 日の記者会見で「基調的な物価上昇率はなお 2%を下回っている」と説明している。日銀はわれわれが見る普通の物価上昇率ではなく、「基調的な物価上昇率」という別の物価上昇率で政策を決めているようなのだ。

基調的な物価上昇率だって高い

では、基調的な物価上昇率とは何か。日銀のウェブサイト「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」というデータがある。具体的には、刈込平均値、加重中央値、最頻値の 3 指標である¹。それぞれの定義はその資料に書かれているが、いずれも一部品目の大きな価格変動から影響を受けにくいのが特徴である。例えば今年はコメの値段が去年の 2 倍になったが、これらはそういう特殊要因の影響を弱めた指標であり、持続性のある物価上昇率に近いと考えられている。

その 3 指標の直近値をみると、刈込平均値がぎりぎり 2%に達しているが、加重中央値と最頻値は 1%台である（図表 2）。機械的に判定すれば 2 対 1 で確かに「2%を下回る」の勝ちだ。もちろん日銀はほ

¹ これら以外に「上昇・下落品目比率」が掲載されている。

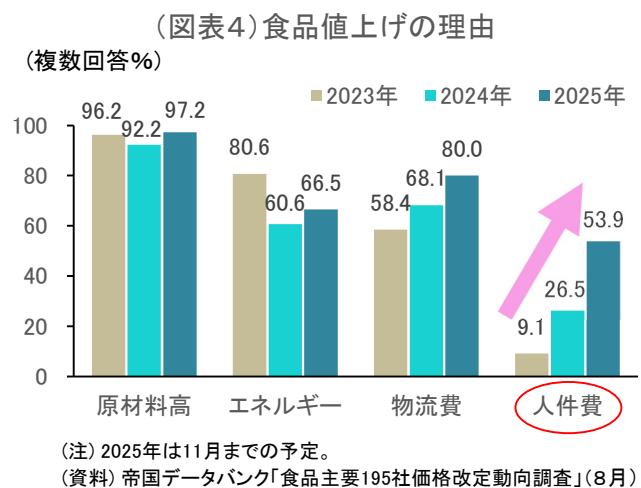
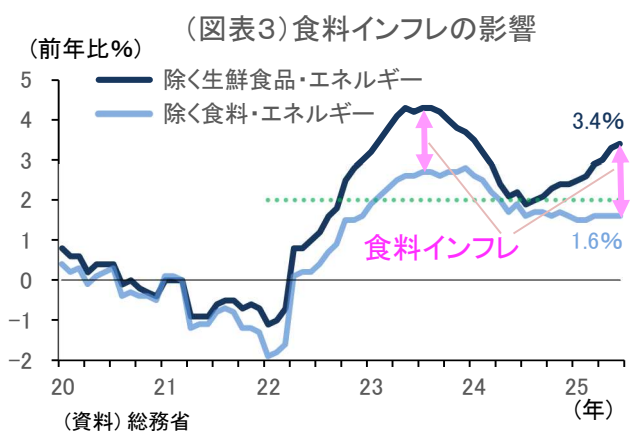
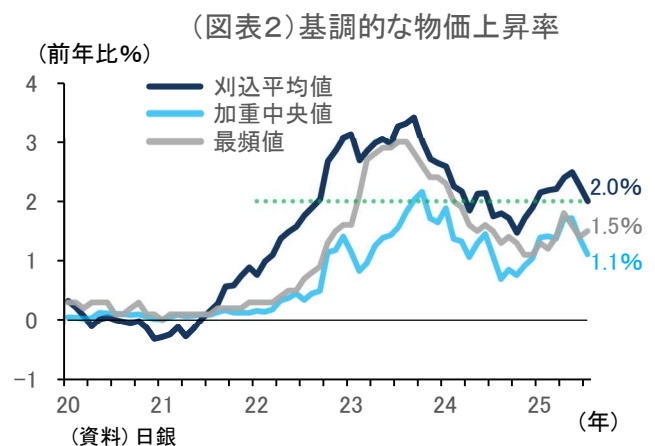
かの分析も含めて総合的に判断しているが、この3指標を公開しているからにはこれらを相応に重くみているのだろう。

少し別の角度から見る。一般に、日々の生活に不可欠な品目は価格が上がっても買わざるをえず、下がっている時の買いだめにも限界がある。このことを経済学では「価格に対する需要の弾力性が低い」と言う。そういう品目は、輸入・生産・流通側の事情で供給量やコストが変化すると、需要は急に変えられないので価格が大きく動く。生鮮食品はその典型だが、エネルギー、さらには生鮮食品以外の食料（例えばコメ、加工食品）にもそういう傾向がある。

したがって、消費者物価の「除く生鮮食品・エネルギー」、さらには生鮮食品だけでなく食料全体を除いた「除く食料・エネルギー」を、基調的な物価の目安にすることもできる。ただ、最近はこの二つの間にも大きな違いがあり、前者は3.4%、後者は1.6%である（図表3）。両者の違いは生鮮食品以外の「食料」なので、「基調的な物価上昇率は2%を下回る」という日銀の見解は、「食料インフレは基調的（持続的）でない」という主張にほぼ等しい。

論点を二つ挙げておこう。第一に、今の食料インフレは本当に一時的なものなのか。その点で確かめておきたいのは食品値上げの理由である（図表4）。2023年の食品値上げは、人件費がほとんど影響していなかったこともあり、その後2024年にいったん落ち着いた。しかし、2025年の食品値上げは、その5割以上で人件費高騰が理由のひとつになっている。来年もそれなりの賃上げが行われるなら、来年も食品値上げが続くのではないか。

第二に、「除く食料・エネルギー」すなわち食料インフレを除く物価上昇率でみても、最近では1%台後半でおおむね安定している。基調的な物価上昇率は厳密には2%に届いていないのだとしても、かなり近いところまでは来ているように見える。そう考えると金利0.5%はどのみち低すぎる。



本当の心配は世界経済の減速

このように「基調的」の定義はどうあれ、日銀が低金利を据え置いてきた理由を「物価」だけで説明するのはもはや屁理屈に近い。逆に言えば、日銀が利上げに慎重な理由は物価以外にもあって、現局面ではそちらの方が重要かもしれないということだ。それはトランプ関税が世界経済ひいては日本経済に及ぼしうる悪影響である。最近の内外経済は意外に堅調であるが、あとから高関税がかかる可能性を意識した駆け込み需要に押し上げられてきた面もある。今後はそうした駆け込み需要の反動が予想されるうえ、半導体のようにこれから関税がかかる品目もある。関税は終わった話ではなく、むしろ今から試合開始である。まずこの秋から年末にかけて、世界経済ひいては日本経済は重要な局面を迎える。

もし世界的な景気の減速で企業の収益やマインドが悪化すれば、来年の賃上げが大きく鈍化するおそれが出てくる。日銀はその可能性が高いとみているわけではないが、十分低いことを確認してから利上げに進みたいだろう。日銀は内外経済がこれから減速局面に入ると考えているので、年内利上げのハードルは高そうだ。

市場の一部にある早期利上げ説は、トランプ関税の影響は小さいと見切っているか、日銀が物価に圧倒的なウェイトを置いて政策を決めていると信じているか、あるいはその両方なのだと考えられる。前者については、日銀が早期に決め打ちする可能性は低い。後者は正論だが、日銀が正論だけで動くならとくに利上げしているはずである。日銀の責務は「物価の安定」なので日銀は必ず「物価」という単語を使ってみずからの政策を説明するが、いま本当に心配しているのは「景気減速リスク」である。中央銀行が物価目標に機械的にこだわらず、より広い観点から適切な政策を探ろうとするのは、決して悪い考え方ではない。

もちろん、国民は「物価上昇を止めてほしい」と願っている。しかし、「利上げで物価を抑制する」とは、利上げでまず景気にブレーキをかけ、その効果で物価を抑えることを意味する。景気過熱が物価上昇の原因なら文句なしに利上げだが、景気減速リスクが気になる局面で、あえて利上げという政策手段を採るべきかは迷うところだ。「実質賃金を上げるために利上げで物価を抑えるべき」という見方もあるが、これはある種の「いいとこ取り」である。利上げは景気にブレーキをかける政策なのだから、その効果は物価に現れる前に、賃上げの勢い自体を弱めてしまう可能性もある。

このあと本当に景気が減速した場合、もしその直前に日銀が利上げしていれば、今は「利上げすべき」と威勢よく言っている人たちも、「景気減速リスクがあったあの時の利上げはまずかった」と手のひらを反すかもしれない。「物価高と戦うためなら景気は多少抑えてもよい」という割り切りは、この局面でおそらく国民に共有されていない。日銀はそれを感じているからこそ利上げに慎重なのだと思う。

円安なら早期利上げへ

一方、利上げに慎重になりすぎることも確かにある。繰り返し述べてきたように、純粹に物価情勢を考えれば0.5%の政策金利は低すぎる。「日銀はビハインド・ザ・カーブ（今の金利が低すぎるためにあとで急速な利上げが必要になること）に陥っている」との批判があるのもうなずける。これに対し植田総裁は「現状ビハインド・ザ・カーブに陥っていると思っていないし、そうなるリスクが高いと

も思っていない」(7月31日の記者会見)と述べている。

おそらく植田総裁の認識は正しいだろう。今後1~2年の内外情勢を普通に想像した場合、日銀が急速な利上げ(例えば来年中に合計1%以上)に追い込まれる可能性は小さい。それでも金融政策には、おのずから「良いポジション」というものがある。「今後起こりうる様々なシナリオを待ち受ける態勢としてバランスの良い金利水準」というような意味だ。例えば、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は、ここ数か月の金融政策について、インフレ再燃と雇用悪化の両リスクに構えるという観点から、金融政策は「良いポジションにある」という説明をしてきた。

これに対し、「インフレがずっと2%超なのに金利が0.5%」という日本の金融政策は、あまり良いポジションにあるとは言えない。日銀も居心地の悪さを感じているのではないか。可能性は低いが2021~2022年に起きたような世界インフレショックが再来したとしよう。2021~2022年の日本は出発点がゼロインフレだったので、日銀はあまり慌てずに済んだ。しかし、最初から2%超のインフレが続いている今、もし同じことが起きたら、今度は日銀も当時の米欧のような大幅利上げを迫られる。

もちろん、ショックそのものは来たとしても日銀の責任ではない。しかし、ひとたびインフレショックに見舞われた場合の影響が以前より大きくなっているという現実には、政策当局ならあらかじめ考慮して構えていなければならない。地震そのものは天災だが、大きな被害が出れば人災である。日銀はそれもわかっていて、「当面の景気減速リスク」と「将来起きるかもしれないインフレショックへの備え」の間で悩み続けている、というのが実態に近いと思われる。何かに背中を一押しされれば、速やかに利上げに動くだろう。

その「何か」として最も可能性が高いのは、米国経済の上振れとそれに伴うドル高・円安である。米国では、AIブームによる設備投資が活発であるし、同ブームを反映した株高が富裕層の消費を支える。また、関税政策の「プラスの効果」として、米国企業や他国の企業が米国内の生産体制を強化する動きも徐々に強まるだろう。各種の減税措置や規制緩和に期待する声もある。市場はFRBが年内に2~3回、さらに来年も利下げすると予想しているが、米国景気がことのほか堅調で利下げ予想が大きく後退するのなら、為替はドル高・円安へ振れる。

このシナリオはダブルで日銀の利上げを早める。米国経済が堅調なら世界経済の減速懸念は薄れるし、円安が進むなら「基調的な物価上昇率は低い」などと言っていられなくなる。ここからさらに大きく円安になれば、国民もそしてその思いをくむ政治家たちも黙っていない。

さて、その可能性をどのくらいとみるか。筆者はやはり年内利上げの確率は低いとみるが、まずは米国経済が思いのほか強いかどうか注目したい。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。