

2026年4月21日 全6頁

インフレ懸念 vs. 景気下押し懸念

金融政策の舵取りは複雑化も、予防的利上げが必要

政策調査部 研究員 中村 文香
金融調査部 研究員 瀬戸 佑基

[要約]

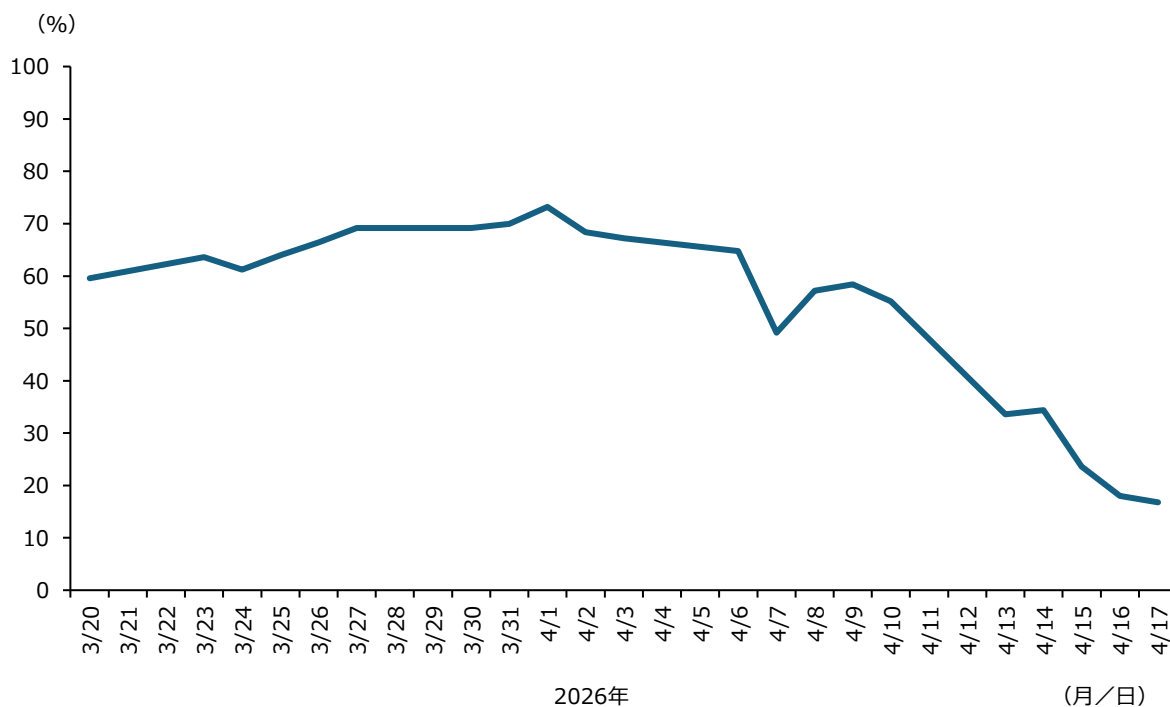
- 2026年2月末に始まった米国とイスラエルによるイラン攻撃の影響で、インフレ懸念が高まっている。インフレを抑えるには利上げを行うことが一般的だが、先行きが不透明な中で利上げを行うことで、景気の下押しを助長してしまうのではないかとの見方もある。両方向へのリスクがある中、金融政策の舵取りは複雑化している。
- インフレ率上昇は継続・定着する可能性がある。今回の事態を受け、地政学リスクの影響を受けやすい製品から別の製品に切り替える、原料輸入先・サプライチェーン、輸送ルートを多様化するといった措置を取ろうとする国や企業は多いと思われるが、それにも追加的なコストがかかる。短中期的にインフレ率の上昇リスクは高い状態が続くと予想される。
- さらに、日本の家計の予想インフレ率は、供給ショックによる高インフレを経験することで、2%よりも高い位置にアンカー（固定化）されてしまい、名目金利の大幅な引き上げが必要となる可能性がある。
- 情勢が流動的な中、金融政策の舵取りは非常に複雑化しているが、予防的な利上げを行うことで、日本銀行はインフレに対して適切に行動すると安心感を与えて、予想インフレ率をアンカーし、結果的に緩やかな利上げペース・政策金利の到達点（ターミナルレート）とすることが肝要だろう。金利を事前に上げておくことで、深刻なりセッションが起きた場合の政策対応余地も残すことができる。現状、地政学的に先行きの不透明感が強い中ではあるが、利上げ判断が遅れば、インフレ率の上昇と円安進行という形で、経済に多大な悪影響を与える可能性がある。長い目で見れば、早期の利上げが望ましいのではないか。

複雑化する金融政策の舵取り

2026年2月末に始まった米国とイスラエルによるイラン攻撃の影響で、ホルムズ海峡の安全な航行が妨げられ、原油や石油精製品をはじめとする商品の価格が上昇し、インフレ懸念が高まっている。インフレを抑えるには利上げを行うことが一般的だが、先行きが不透明な中利上げを行うことで、景気の下押しを助長してしまうのではないかとの見方もある。両方向へのリスクがある中、金融政策の舵取りは複雑化している。

日本銀行（以下、日銀）の次回の金融政策決定会合は、4月27日・28日を予定している。利上げをするか否かの決定は、インフレが経済にもたらす悪影響か、利上げが経済を腰折れさせる可能性か、いずれのリスクがより大きいかの判断に依存する。日銀の3月の決定会合においては、物価上振れリスクを重視する委員がわずかに多かった¹。しかし、4月20日現在までの総裁・副総裁・審議委員の公の場での発言は、4月会合での利上げを強く示唆するものではなく、市場の利上げ期待は低下している（図表1）。

図表 1 円OIS市場が織り込む4月金融政策決定会合における日銀の利上げ確率



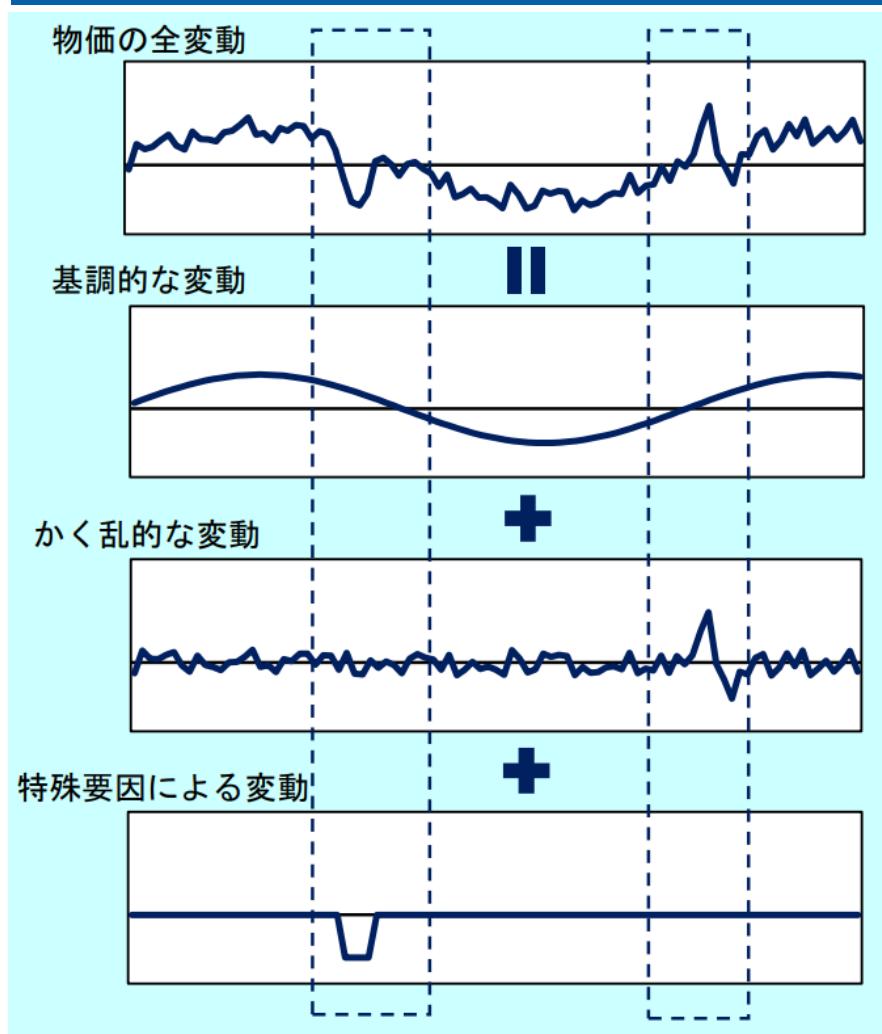
(出所) Bloomberg より大和総研作成

¹ 日本銀行「[総裁定例記者会見](#)」（2026年3月19日）

見極めが必要なインフレ率上昇の二つの要因

インフレ率の上昇は大きく二つの要素に分けられる。一つ目は、企業の賃金や価格設定が変化することによる上昇（基調的な変動）、二つ目は、原油価格上昇や為替の円安による輸入物価上昇や、天候不順をはじめとする供給サイドの要因などによって起こるコストプッシュによる上昇（一時的な変動）である。日銀が目指してきた「賃金と物価の好循環」とは一つ目を指している。適切な金融政策の運営のためには、一時的な変動を取り除き、「基調的な物価上昇」の状態を見極めることが重要となる。図表 2 は基調的な物価上昇率の概念図だ。一時的な商品価格や為替の変動は「かく乱的な変動」として取り除かれるべき要因であり、たとえ上昇幅が大きいとしても、すぐに収まるならば、利上げはすべきでないという判断になる。しかし、物価や為替の変動を受け、企業や家計が、「物価上昇が継続する」と予想し、賃金や価格の設定に影響が出るようになれば、それは「基調的な変動」となり、利上げで対応すべきと判断される。

図表 2 基調的な物価上昇率の概念図



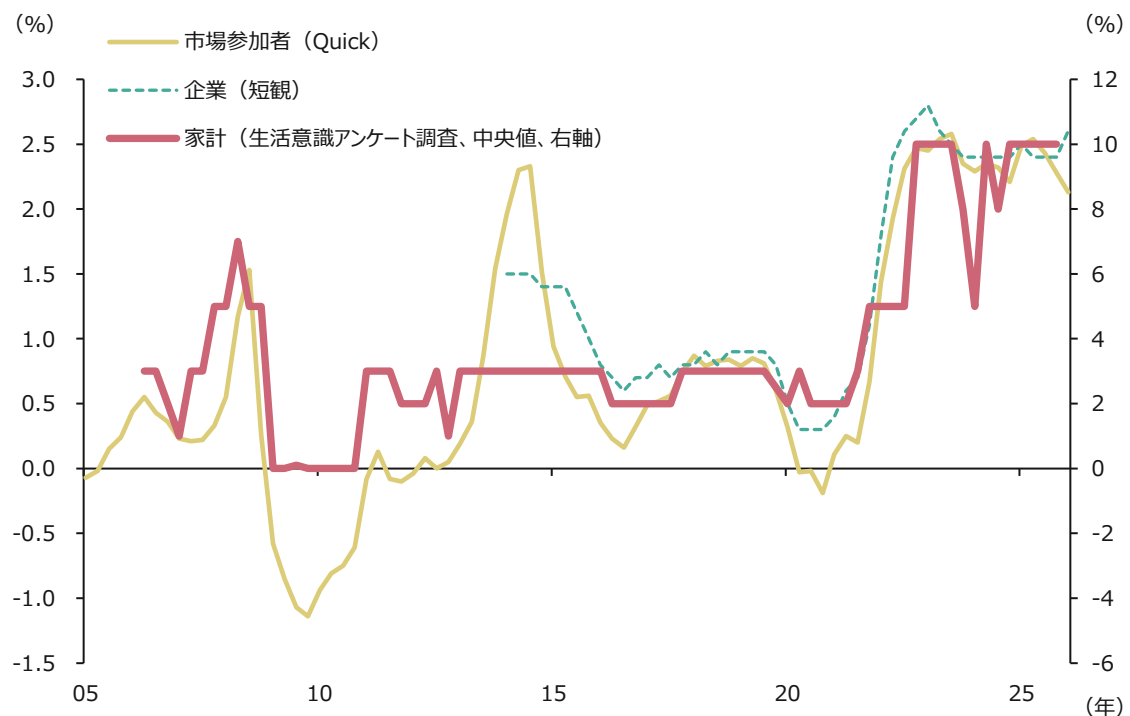
(出所) 日本銀行企画局「[基調的な物価上昇率の概念と捉え方](#)」p.1【図表 1】(日銀レビュー、2026-J-6、2026年3月)

今後、継続・定着する可能性があるインフレ率の上昇

今回のインフレ懸念は一時的なものにとどまらず、継続・定着する可能性がある。米国・イスラエルとイランの戦闘終結がいつ頃になるか自体も不透明であり、仮に戦闘が終結しても、破損した施設の修復や、安全な航行ルートの確保に時間がかかり、完全に元の供給状況に戻るまでにはタイムラグがあるだろう。さらに今回の事態を受け、地政学リスクの影響を受けやすい製品から別の製品に切り替える、原料輸入先・サプライチェーンを多様化する、航行ルートを多様化するという措置を取ろうとする国や企業は多いと思われるが、それにも追加的なコストがかかる。中期的にインフレ率の上昇リスクは高い状態が続くと予想される。

また、日本の家計の予想インフレ率は、これまでは過去の経験（デフレ・低インフレ）を元に形成されてきたが²、物価変動が大きくなる中、容易に動きやすくなってきていると思われる（図表 3）。そのような時期に、供給ショックによる高インフレを経験することで、予想インフレ率が2%よりも高い位置にアンカーされてしまう恐れがある。

図表 3 日本の予想インフレ率の推移（1年後、家計・企業・市場参加者）



(注) 企業（短観）は、短観における企業の物価見通しの平均（物価全般の見通し、全規模合計、全産業、1年後）の値。

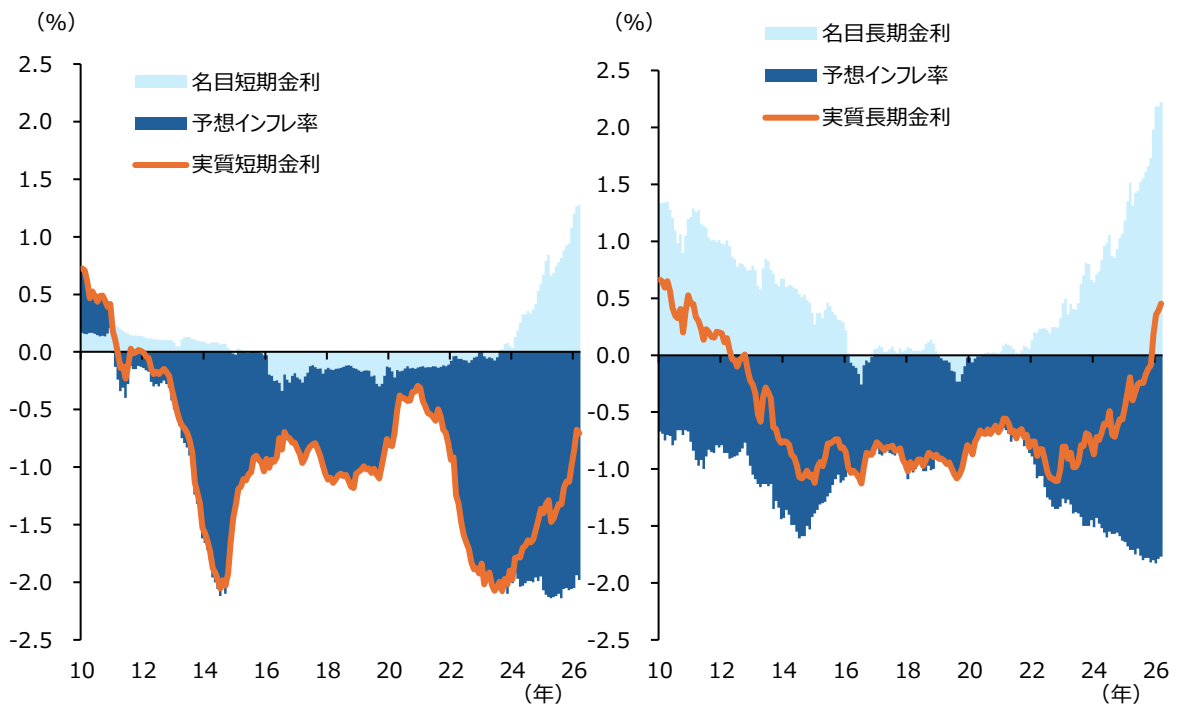
(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK 月次調査<債券>」より大和総研作成

日本の実質金利は、依然として低い水準にある（図表 4）。実質金利は、名目金利から予想インフレ率を除くことで計算される。予想インフレ率が上昇する中、もし名目金利が変わらずに

² 藤井豪・中野将吾・高富康介「[家計の中長期インフレ予想の形成メカニズム —過去経験・インフレレジームの果たす役割—](#)」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 25-J-3、2025年2月）

実質金利が低下すれば、需給ギャップが拡大し、さらなるインフレを招きかねない。結果的にインフレ率の上昇が大きく、長期間に及ぶようになれば、名目金利の大幅な引き上げが必要となる可能性がある。金利の大幅な引き上げは、経済に大きなショックをもたらす恐れがある。

図表 4 日本の実質金利の推移（左：2年、右：10年）



(注) 実質金利は、各年限の国債利回りから予想インフレ率を差し引いて算出。グラフでは予想インフレ率はプラスの値をマイナスで表示している。

(出所) QUICK「QUICK 月次調査<債券>」、Haver Analytics より大和総研作成

大幅な利上げリスクを回避すべく、予防的な利上げが必要

情勢が流動的な中、金融政策の舵取りは非常に複雑化しているが、予防的な利上げを行うことで、日銀はインフレに対して適切に行動するとの安心感を与えて予想インフレ率をアンカーし、結果的に緩やかな利上げペース・政策金利の到達点（ターミナルレート）とすることが肝要だろう。金利を事前に上げておくことで、深刻なリセッションが起きた場合の政策対応余地も残すことができる。

確かに利上げが市場にもたらす影響は大きい。特に、日銀にとっては、2024年7月に利上げた後、様々な市場の要因も相まって、一時的に株価が大幅下落したことは苦い記憶となっている可能性がある。日銀は2026年3月から、『特殊要因』を除いた消費者物価上昇率の公表を始めたが、これは市場とのコミュニケーションを強化し、スムーズに金融政策を実施するための素地作りであると考えられる。

現状、地政学的に先行きの不透明感が強い中ではあるが、利上げ判断が遅れば、インフレ率の上昇と円安進行という形で、経済に多大な悪影響を与える可能性がある。長い目で見れば、

早期の利上げが望ましいのではないか。