マーケットの底流を読む

企業物価高発、実質金利再低下と円安の余地

良い物価高と実質金利上昇には実質成長率の向上が不可欠

（株）ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2026/11/18（水）

日本では企業物価が再上昇となっており、先行き実質金利(名目金利－期待インフレ率や物価変動率)の再低下と円安余地が注視される。現状は企業物価を始め日銀等による物価押し下げ策が焦点になっているが、過去の物価 2%超えでの良い物価上昇と適度な実質金利上昇は、適度な実質 GDP の成長と、関係する実質賃金や実質消費の改善を伴ってきた。直近 7－9 月の実質 GDP は前期比年率－0.1%のマイナスに沈んでおり、改めて日銀の利上げ強化等による物価抑制策は、政府との協調による物価 2%を上回る成長への配慮・政策支援とのバランスが焦点になっている。

実質金利は実質成長率や潜在成長率と裏表

「いくつかの仮定のもとで、実質金利は潜在成長率と近似する」、「経済分析の実務では、潜在成長率を自然利子率の近似値とみなすことが多い」、「潜在成長率が高まるほど、また正の需要ショックが大きいほど自然利子率が高くなる」――。

過去に日銀の企画局では、このような分析レポートを取りまとめている。最近では財務省の「国の債務管理に関する研究会」で、民間の専門家メンバーから「潜在成長率は自然利子率の目安の一つとされ、日米ともに自然利子率と潜在成長率は似た動き」、「最近の実質 10 年金利は、自然利子率と概ね一致」といった分析が示されていた。

その他、実質金利に関しては、「実質経済成長率に等しくなる」、「期待成長率に近似する」といった分析も見られている。

日本では実質金利の低位が続いているが、基本的には日銀による物価上昇見合いでの緩和的な金融政策の持続によるところが大きい。それでも現状は低い実質金利による緩和的な環境が続きながらも、実質 GDP 成長率は伸びが限定的になっている。その点で実質金利の低位持続については、構造的な実質成長率や潜在成長率の低さが反映されている部分も無視できない。

直近の日本では日銀の国内企業物価指数が、10 月に前年比＋7.1%の大幅な上昇となった。5 月以降は米イラン紛争や世界的な半導体需要の急増などにより、前年比＋6%から＋7%超えでの大幅上昇が続いている。先行き川下価格に遅行波及の上昇余地がある一方、名目金利は長期金利が上昇してきても、短期金利は日銀が利上げペースを加速させてきても、企業物価比では大幅な下振れ位置にある。実質金利は再低下の余地があり、為替相場ではドル/円でのドル高・円安を中心として円安継続や円安抑制の要因となりやすい（名目金利＜物価）。

その中で日銀は円安・物価高の抑止目的を含めて、実質金利の引き上げ努力と正常化利上げのペースを加速させる構えだ。しかし、緩和的な環境が維持されながらも実質成長率の伸びが限られるなか、日銀が過度に実質金利の引き上げを重視し過ぎると成長の抑制が懸念される。利上げ加速は、実質金利の低位と裏表の関係にある実質成長率や潜在成長率の低さの改善にはつながらず、実質金利は低位持続のリスクもはらむ。

同時に過去は日銀の利上げを含めてドル安・円高が進展し、「前年比ドル安・円高」が一定期間継続すると、実質 GDP 成長率や物価は前年比で下振れとなってきた。現在の高市政権はデフレ脱却宣言で「デフレ方向への逆戻りの完全遮断」に過敏になっており、今回こうした状況になれば政治的な過剰警戒も想定される。

改めて日銀の利上げ強化等による物価抑制策は、政府との協調による物価 2%を上回る成長向上への配慮・政策支援とのバランスが焦点になってきた。

日銀の政策金利と企業物価の比較による参考の実質金利は、「無担保コール翌日物金利－企業物価前年比」の格差が今年 4 月に－4.8%という金利の下振れとなって以降、最新 10 月の－5.9%まで大幅な実質金利の低下が続いている。過去実績に沿えば同格差が－3%を超えるマイナス幅拡大となったあと、ドル/円の月間ドル高値について、1 年後にかけて前年比ドル高（円安）となるドル先高パターンが高確率で観測されてきた（円は先安）。今回も 1 年先の段階での「現状比ドル高」の確度が注目されやすい。

過去の物価 2%超え安定、物価を超えた成長影響

最近の実績は以下の通り。

■　無担保コール翌日物金利－企業物価前年比の格差が、2024 年 10 月に－3.6%へ低下（金利＜物価）＝ドル/円の月間ドル高値は、11 カ月後の 2025 年 9 月に前年同月比＋2.8 円幅のドル高。18 カ月後には＋10.2 円幅のドル高。以下同。

■　同格差が 2021 年 4 月に－3.9%へ低下＝月間ドル高値は、12 カ月後に＋20.4 円幅、18 カ月後に＋37.3 円幅のドル高。

■　同格差が 2017 年 9 月に－3.1%へ低下＝月間ドル高値は、11 カ月後に＋1.1 円幅、18 カ月後に＋4.8 円幅のドル高。

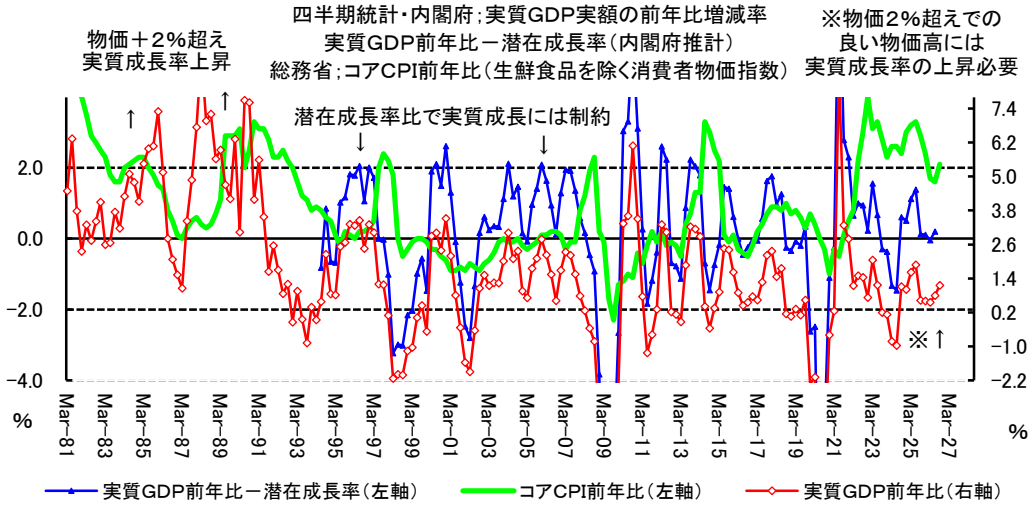
■　同格差が 2014 年 4 月に－4.2%へ低下＝月間ドル高値は、12 カ月後に＋16.7 円幅、14 カ月後に＋23.1 円幅のドル高。

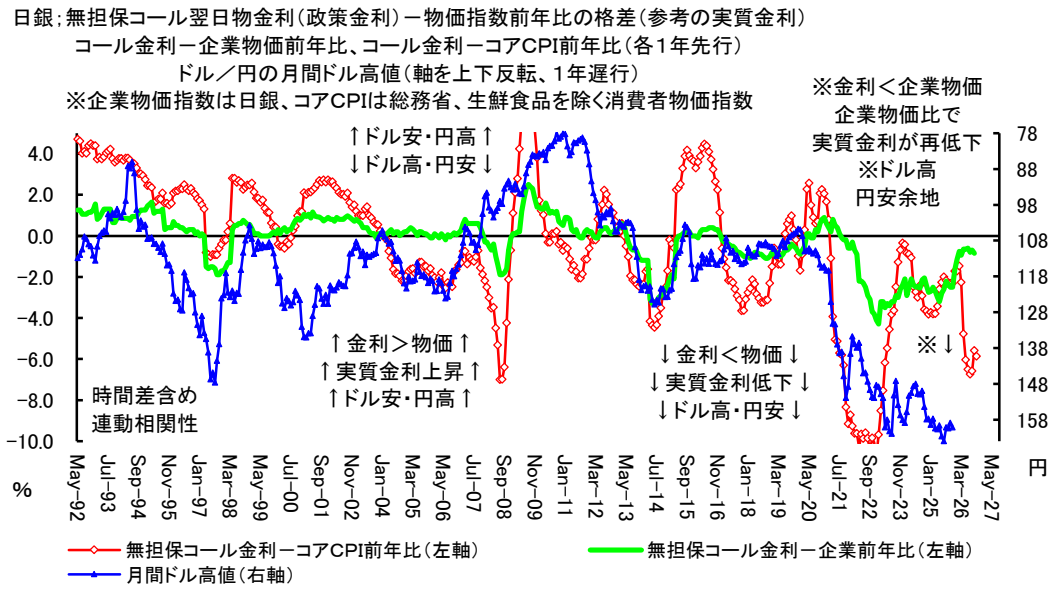
過去の物価 2%超えでの良い物価上昇と適度な実質金利上昇は、適度な実質 GDP の成長と、関係する実質賃金や実質消費の改善を伴ってきた。しかし、直近の 7－9 月 GDP2 次速報では、消費・各種投資等に関しての値上げ・物価上昇による名目カサ上げ分を調整した実質で、前期比年率が－0.1%と 4 四半期ぶりのマイナスに沈んでいる。年間ベースでの参考になる前期比年率の 4 四半期平均では＋1.2%、同数値と近い実質 GDP 実額の単純前年比も＋1.2%となっている。

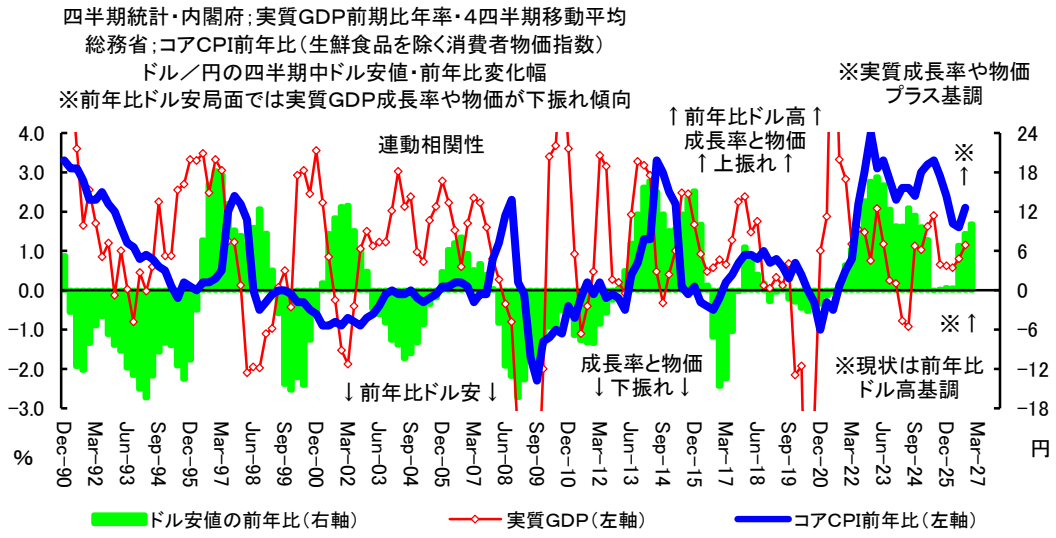
過去に日本でコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）が前年比＋2%超えとなり、成長率も改善となる「良い物価高」局面としては 1989 年から 1991 年があった。当時はバブル過熱で良い例とは言えないが、それでも GDP 成長率は実質の前年比で＋2%から＋8%方向の高成長が持続となっている。その前の物価 2%超え局面は 1984－1985 年があり、GDP 成長率は実質で＋4%から＋6%の高成長となっていた。

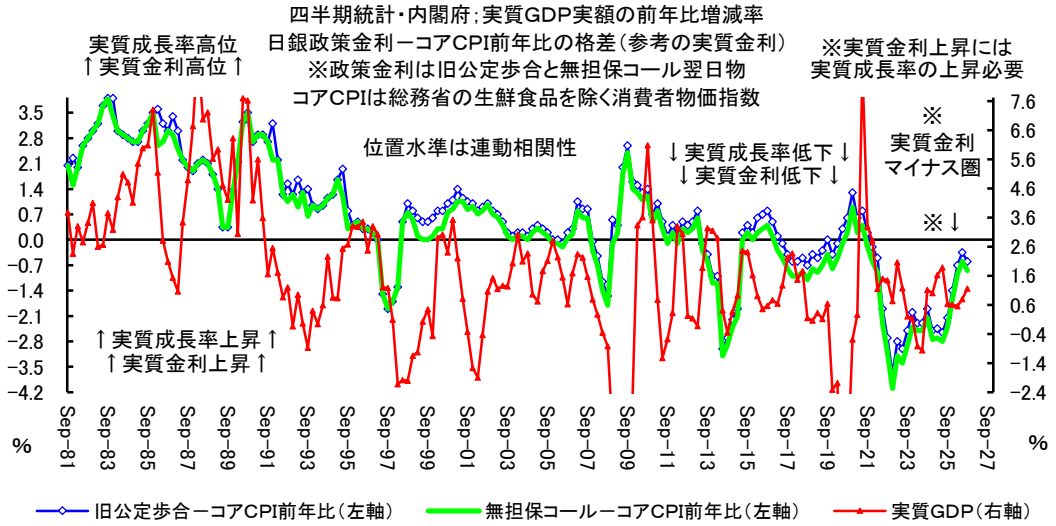
日銀では利上げ慎重派（ハト派）の浅田統一郎審議委員が 12 日に、「個人消費は景気全体を牽引していくほど力強くはない、」「物価上昇は需要主導で生じているわけではない」と慎重な見解を示していた。

現状は成長比での供給・資源高・円安要因によるコストプッシュ型の物価上昇が問題になっており、日銀等による物価の押し下げ策は重要になっている。それでも過去の良い物価 2%超え局面では、物価高の問題を相殺する実質経済成長率の上昇と、成長率の改善を受けた需要増要因の物価高、連動での自然な実質金利の上昇という組み合わせが見られていた。









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。