

門間 一夫の  
経済深読み

## 「基調的な物価上昇率」の落とし穴

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2026年4月21日

**日銀は「基調的な物価上昇率」を重視**

日銀は先月、「基調的な物価上昇率の概念と捉え方」と題するペーパーを公表した（日銀レビュー、2026年3月、企画局）。それによれば、基調的な物価上昇率とは「時間の経過とともに減衰していくとみられる一時的な要因を取り除いた物価の基調的な動き」である。

なぜ一時的な要因を取り除くのかというと、その部分は金融政策で対応できない、あるいは対応するのが不適當な場合が多いからである。例えば今、イラン情勢を受けて原油価格が急騰しており、その波及による物価の上昇が予想されている。しかし、すでに原油価格が上がってしまっている以上、そこからの波及は止めようがない。大幅な利上げで景気を相当悪化させれば止められるかもしれないが、それは適切な政策とは言い難い。

一方、原油価格がこれ以上は上がらないなら、これまでの原油価格上昇分は波及しても、その後は物価全体の上昇も減衰する。ならば、いったん物価が上昇するのは「やむなし」とし、その後自然に落ち着くのを待つのも、合理性のある考えである。基調的な物価上昇率を重視する金融政策とは、だいたい以上のような意味である。

しかし、基調的な物価上昇率を巡る日銀の説明は、国民には理解しにくいようだ。おそらくそれは、①指標で捉えることの難しさ、②物価見通しの不確実性、③一時的要因が累積した場合の不都合、によるものと思われる。後述するとおり、とくに三つ目の点は深刻な問題を含んでいるかもしれない。

**指標で捉えることの難しさ**

基調的な物価上昇率が理解されにくい第一の理由は、それを何で捉えるかのあいまいさである。前出の日銀ペーパーでも「経済・物価に関する様々な情報を多面的にみたうえで総合的に判断せざるを得ない」とされている。それでも同ペーパーでは、日銀自身が作成している参考指標を、a)変動の大きい品目等を取り除くアプローチ、b)中長期の予想物価上昇率を捉えるアプローチ、c)経済モデルで推計するアプローチ、の三つに分けて紹介している。

このうち、「変動の大きい品目等を取り除くアプローチ」に分類される指標は、そのデータが日銀のウ

ウェブサイトで公開されている。「特殊要因を除く消費者物価上昇率」も、このアプローチに分類されるものとして、データが新しく公開されるようになった（2026年3月26日から）。ここで言う特殊要因とは、主に制度変更起因する物価変動のことであり、政府によるエネルギー負担緩和策や教育無償化政策の影響などが含まれる。

しかし、この特殊要因を除く消費者物価上昇率も、日銀が認識する基調的な物価上昇率

とは異なる動きをしている（図表1、桃色矢印は日銀の定性的な説明を筆者がイメージ化したもの）。日銀は今も、基調的な物価上昇率は「2%に向けて緩やかに上昇している」（2026年4月13日の植田総裁挨拶）と説明している。言い替えれば、2022年から今に至る物価上昇局面において、基調的な物価上昇率は一度も2%に達していないということだ。日銀は「より丁寧な説明」（2026年3月19日の植田総裁記者会見）という観点から新指標を公開することにしたようだが、その新指標は基調的な物価上昇率の理解には役立ちそうもない。

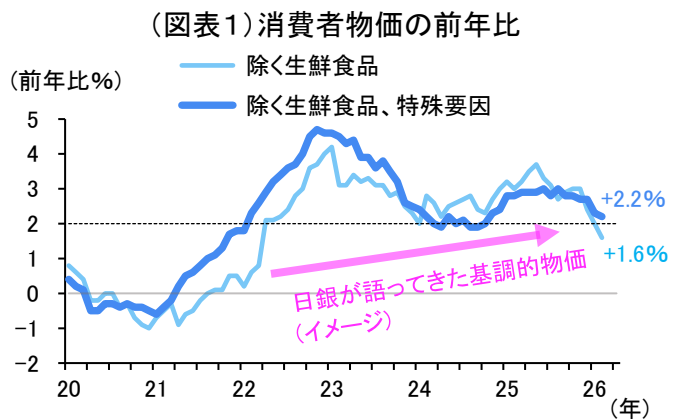
実は前出の日銀ペーパーでも、「変動の大きい品目等を取り除くアプローチ」では、近年の基調的な物価上昇率を捉えるのは難しいとされている。一方、同ペーパーの他の部分を見ると、残る二つのアプローチ、すなわち「中長期の予想物価上昇率を捉えるアプローチ」や「経済モデルで推計するアプローチ」に分類される指標の中には、図表1の桃色矢印と似た動きのものが複数ある。それらのデータは今も非公開だが、丁寧な説明を目指すならそれらこそ公開すべきであろう。

## 物価見通しの不確実性

基調的な物価上昇率が理解されにくい第二の理由は、物価見通しの不確実性にある。基調的な物価上昇率を認識する際のポイントは「時間の経過とともに減衰していくとみられる一時的な要因」の特定にあるが、「みられる」という言葉からわかるようにこの部分は見通しである。制度要因の場合、物価の前年比への影響は1年後に消えることが確実に見通せるので、一時的な要因と特定できる。しかし、原油高の影響は、①原油価格そのものがさらに上昇する可能性、②二次的効果の可能性などより、本当に一時的かどうかは不確実である。なお、二次的効果とは、価格転嫁以上の強気の値上げ、物価上昇に対抗する大幅な賃上げ要求などのことである。それらが起きると物価上昇は一時的で終わらず長期化し、原油高はそのきっかけにすぎなかったということになる。

## 一時的な要因が累積した場合の不都合

第三に、一時的な要因が累積した場合は不都合が生じる。そもそも基調的な物価上昇率という概念が有益でありうるのは、それが実際の物価上昇率のトレンドを把握するのに役立つからである。すなわ



ち、一時的な要因が上下ランダムに起きるなら、それらを取り除けばトレンドがきれいに出る。前出の日銀ペーパーもそのような概念図を用いて、基調的な物価上昇率の意味を解説している。

しかし、改めて過去4年間の現実を見てみよう（前出図表1）。基調的な物価上昇率は、徐々に上昇しつつも2%を上回ったことはなく、常に2%以上で推移してきた実際の物価上昇率のトレンドを、全く捉えていない。これは、この4年間に国際商品、為替、米など、ひとつひとつは「一時的」と見えた要因が、いずれも上方向に断続的に生じたためである。

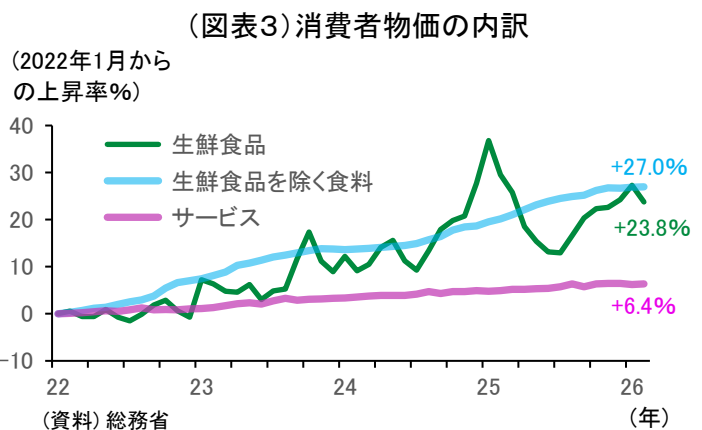
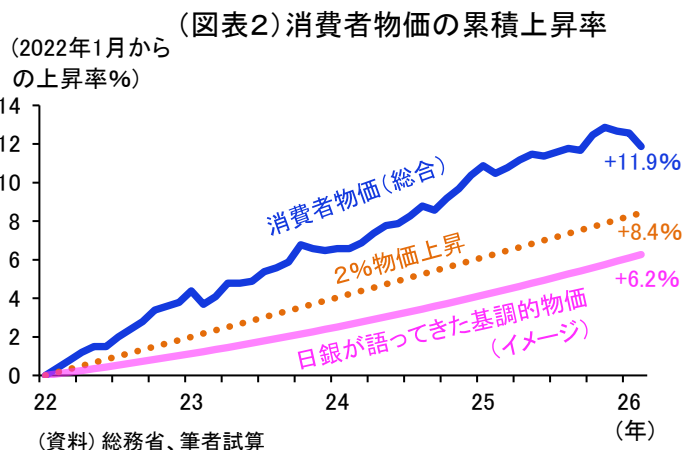
一時的な要因も同じ方向に何度も起きると、累積では大きなものになる。実際、生鮮食品も含めた消費者物価（総合）は4年間で約12%上昇しており、国民は今「4年前よりずいぶん物価が上がった」と感じている（図表2）。これに対し、基調的な物価上昇率の先ほどのイメージを数値化すると、4年間で約6%の上昇にしかない。両者のトレンドに倍の開きがある。

物価上昇の中身も、日銀の情報発信が国民の共感を得にくい一因とみられる。これも4年間の累積で見ると、生鮮食品は約24%、それ以外の食料は米の急騰などから27%も上昇している（図表3）。一方、サービス価格の上昇は6%台にとどまっている。サービス価格が図表2の基調的な物価のイメージに近いのは、必ずしも偶然ではない。実際、基調的な物価上昇率の説明において、日銀はしばしばサービス価格に言及する。食料品の価格が4年で2~3割上昇したことが、国民にとって最大の物価問題である。その4分の1程度しか上昇していないサービス価格が基調的な物価に近いのだと言われても、ならばそのような基調的な物価に何の意味があるのかと国民は戸惑うだろう。

### 物価は2%目標を既にオーバーシュート？

では、日銀は基調的な物価上昇率ではなく、実際の物価上昇率を2%に抑えるよう金融政策を行うべきだったのだろうか。答えは「No」に近いが、そう言い切ることもできない。

なぜ「No」に近いのかは最初に原油価格の例で述べたとおりだが、改めて2024~25年の米価格で考えてみよう。当時、米価格は短時間で約2倍になったが、それについて日銀にできることはない。そのうえで、全体の物価上昇率を2%に抑えるには、景気悪化を覚悟してでも米以外の物価上昇を抑えなければ



ばならない。日銀がそうしなかったのは、他の中央銀行でも同じだと思われるが、「物価の安定」を機械的に追及しているのではなく、経済に不必要な負荷をかけないことも重要と考えているからである。

「不必要な負荷」というのは、例えば一時的な物価上昇にも強く反応する強引な利上げのことである。一方、過度な物価上昇が長く続くようなら、それを抑える、あるいは防ぐための利上げは必要であり、それは経済への「やむをえない負荷」である。つまり「基調的な物価上昇率を重視する」ことは、「経済に不必要な負荷をかけない」ことに等しい。「基調的な物価上昇率」という言葉がピンと来なくても、「日銀は経済と物価のバランスに配慮している」と考えればわかりやすい。ただ、経済と物価のバランスのとり方はやはり「総合判断」になる。

### 「総合判断」をどこかで間違えたか？

ここで改めて図表2を見てみよう。日銀の2%物価目標は消費者物価（総合）を対象にしており、まさにそれが4年で約12%上昇した。物価目標はあくまで中期の目標だが4年は短期とは言い難い。中期と呼ぶべき期間にわたり平均3%のインフレが続いているのだから、物価目標を既にオーバーシュートしているのではないか。

起きたショックのひとつひとつを一時的な要因と認識したことに、明らかな誤りはなかったと思う。ほぼその言い替えになるが、日銀による経済と物価のバランスのとり方が著しく不適切だったとも思いくにくい。それでも近年の世界情勢等を反映し、一時的な要因が上下非対称ではなく、上方向に頻繁に起きるように物価を取り巻く環境が変わった可能性はある。

ひとつひとつを一時的な要因と言っているうちに、どこかで基調的な物価上昇率の「総合判断」を誤った可能性、すなわち中期的な物価上昇率の過度な上方シフトを見逃した疑いは、ゼロではない。中期的な物価上昇率が上がりすぎると、それが企業の値上げ姿勢や労働組合の賃上げ要求に影響し、高すぎる物価上昇率が常態化しかねない。

今、3%インフレが4年続いたところへ、イラン情勢による新たなインフレ・ショックが加わろうとしている。日銀はこれも（何度目かの）一時的な要因と整理するのかもしれないが、どう整理するかにかかわらず、3%インフレの期間が5年に延びていくという現実是不変である。3%インフレを前提とした値上げや賃上げなどの二次的効果が起きやすくなっていく可能性がある。

そのリスクを重くみるなら、利上げは「不必要な負荷」ではなく「やむをえない負荷」である。しかし、ただでさえイラン情勢自体が経済に負荷をかけると見込まれるときに、利上げで人為的な負荷まで加えるのは適切なのだろうか。非常に難しい判断だが、そういう判断を迫られることになった原因の一部が、結果的にではあれ4年にわたる3%インフレを許したことにあるのだとすれば、日銀の政策を過去にさかのぼって検証する必要があるかもしれない。

© 2026 株式会社みずほ銀行

本資料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、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・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、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さい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。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。