



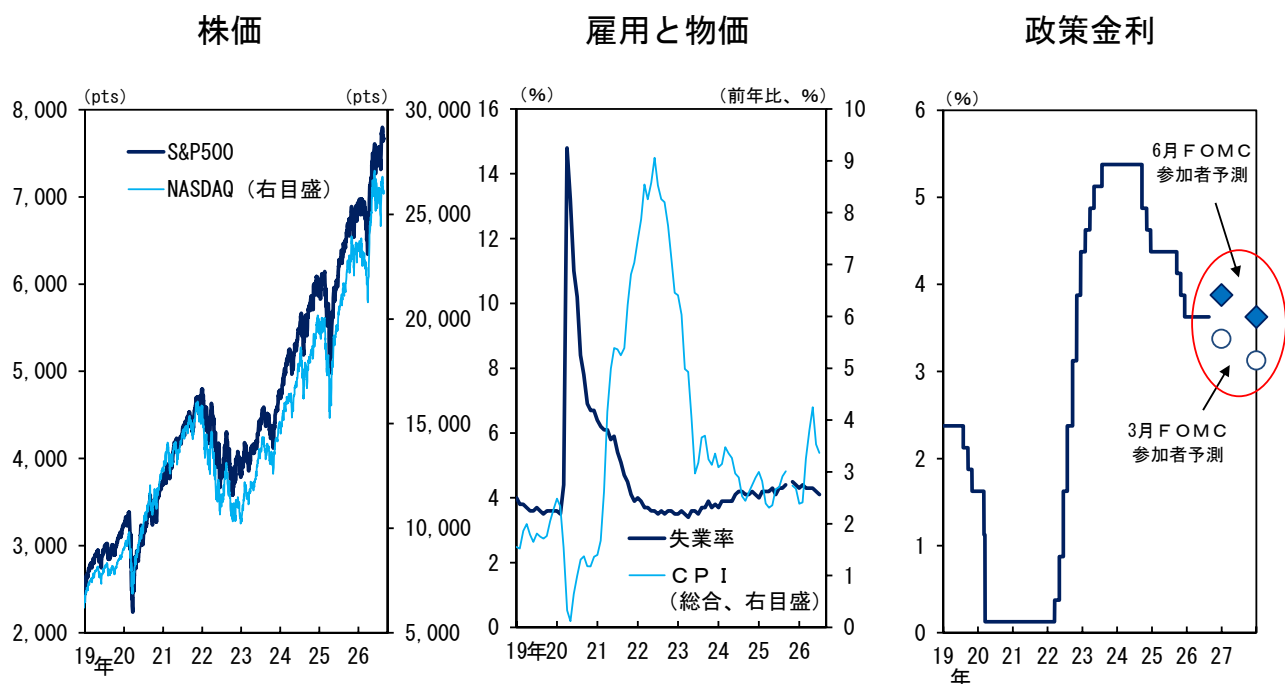
わが国の経済・物価情勢と金融政策

— 札幌市金融経済懇談会における挨拶 —

2026年9月2日
日本銀行 政策委員会審議委員
高田 創

図表 1

米国経済は堅調 (今年は利上げ見通しに転換)

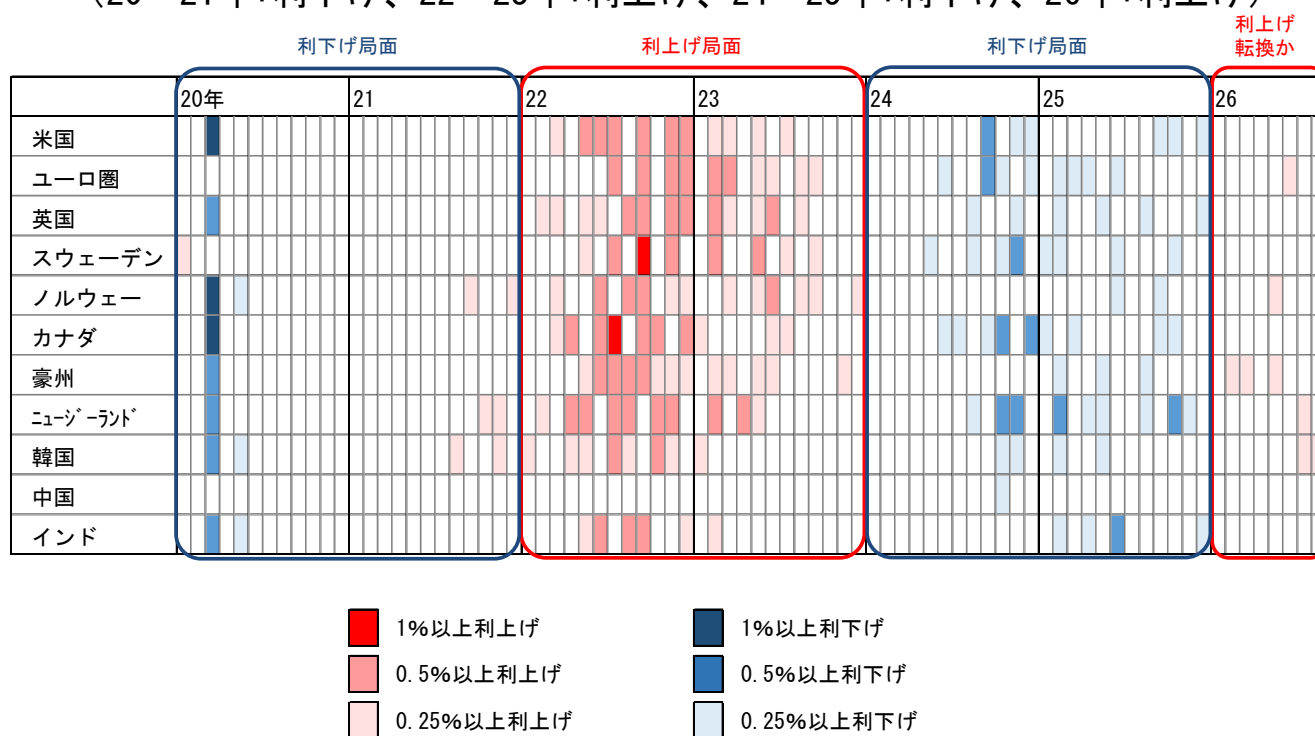


(注) 右図は、FF金利の目標レンジの中央値。FOMC参加者予測は中央値。
(出所) BLS、Bloomberg、FRB

図表 2

2020年以降の海外各国の金融政策の4局面

(20～21年:利下げ、22～23年:利上げ、24～25年:利下げ、26年:利上げ)



(出所) 各国中央銀行

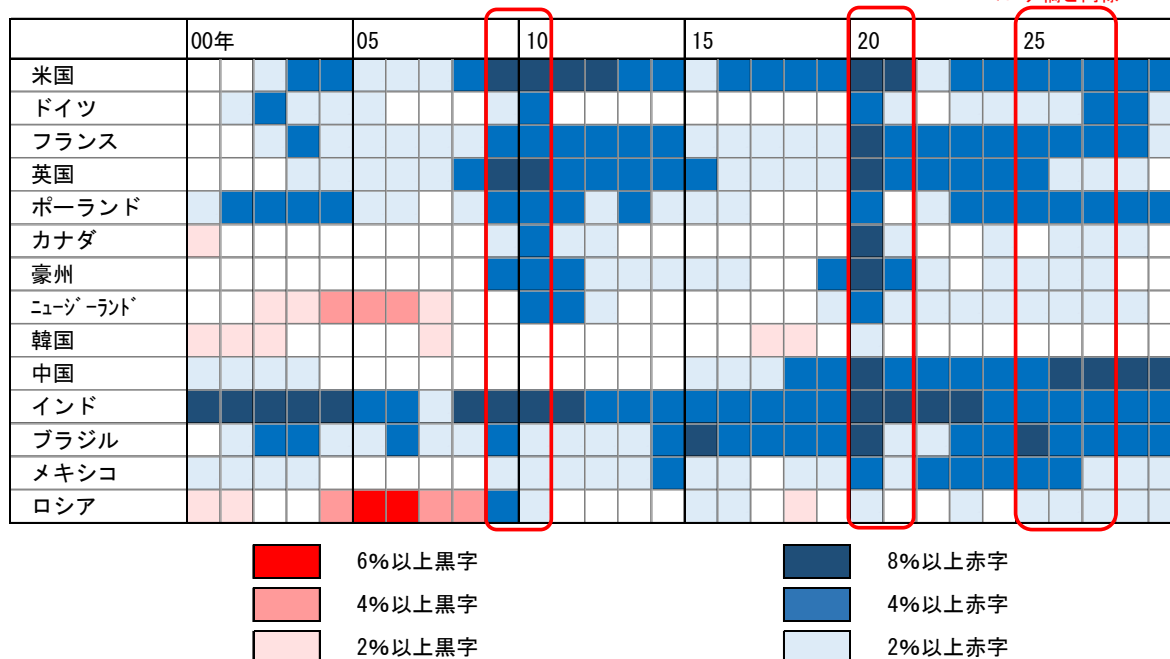
図表 3

海外各国の財政政策のサポート

(コロナ禍と同様、2025年以降世界各国で財政拡張に)

財政収支 (対GDP比、%)

世界各国で財政拡張
リーマンショック後、
コロナ禍と同様

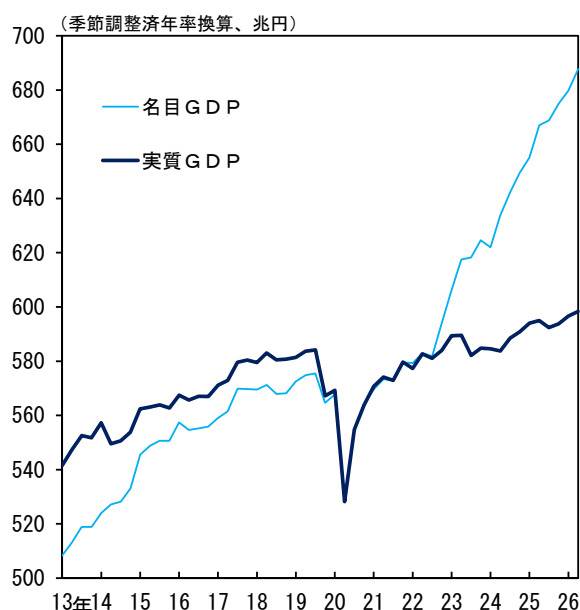


(出所) IMF

図表 4

日本のGDPと経済・物価見通し

GDP



(注) 右図は、政策委員見通しの中央値。
(出所) 内閣府、日本銀行

日本銀行の経済・物価見通し (2026年7月展望レポート)

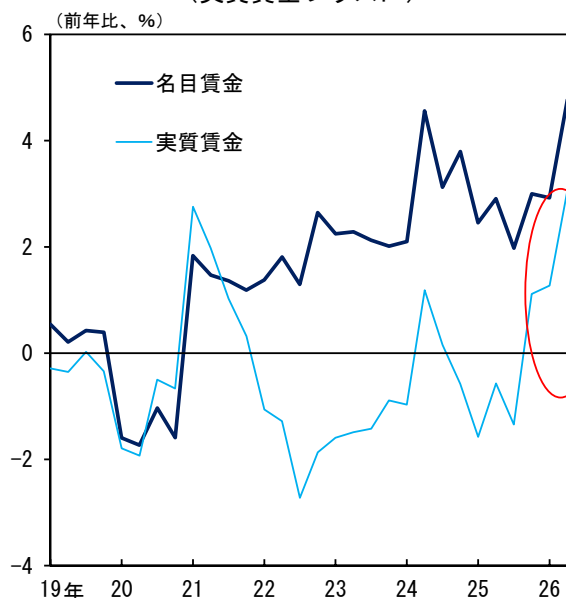
(前年度比、%)

	実質GDP	CPI (除く生鮮食品)	CPI (除く生鮮食品・エネルギー)
2026年度	+0.6	+2.5	+2.5
4月時点	+0.5	+2.8	+2.6
1月時点	+1.0	+1.9	+2.2
2027年度	+0.8	+2.4	+2.6
4月時点	+0.7	+2.3	+2.6
1月時点	+0.8	+2.0	+2.1
2028年度	+0.8	+2.0	+2.2
4月時点	+0.8	+2.0	+2.2

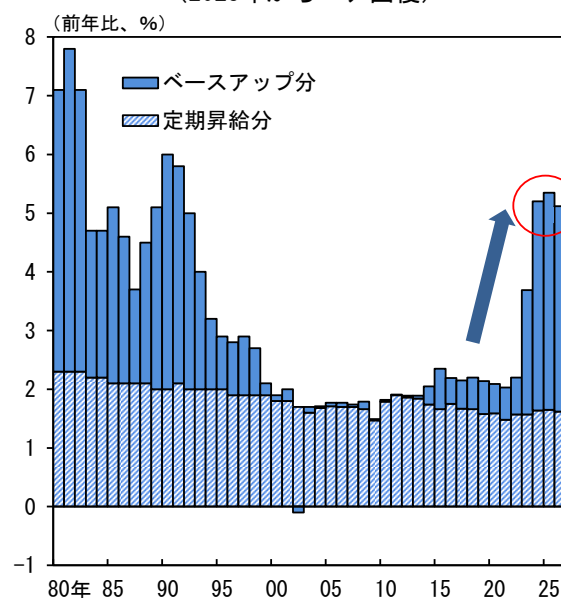
図表 5

日本の雇用・所得環境

名目・実質賃金 (実質賃金プラスに)



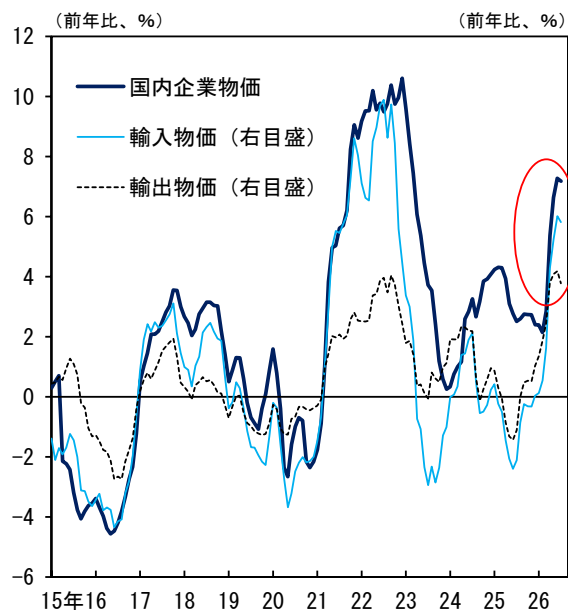
賃上げ率 (2023年からベア回復)



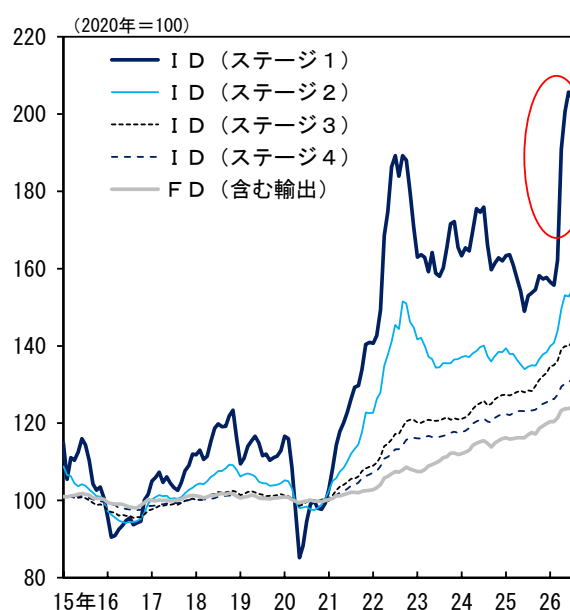
(注) 1. 左図の各四半期は、1Q:3～5月、2Q:6～8月、3Q:9～11月、4Q:12～2月。共通事業所ベース。実質賃金は、CPI (除く持家の帰属家賃) を用いて日本銀行スタッフが算出。2026/2Qは、6月の値。
2. 右図は、2014年までは中央労働委員会、2015～2026年は連合の公表値。
(出所) 厚生労働省、総務省、日本労働組合総連合会、中央労働委員会

日本の企業物価指数の動向 (川上から物価上昇が始まる)

国内企業物価・輸出入物価



FD—I D 指数

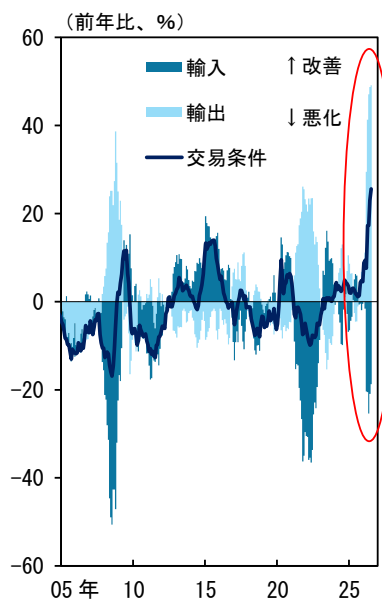


(注) 最終需要・中間需要物価指数 (FD-I D 指数) は、企業の提供する財・サービスの生産者物価を、一国全体で見た生産フローの上流から下流に区分して整理・集計した物価指数。ステージ1~4は、中間需要段階を川上から川下に4つに分けたもの。

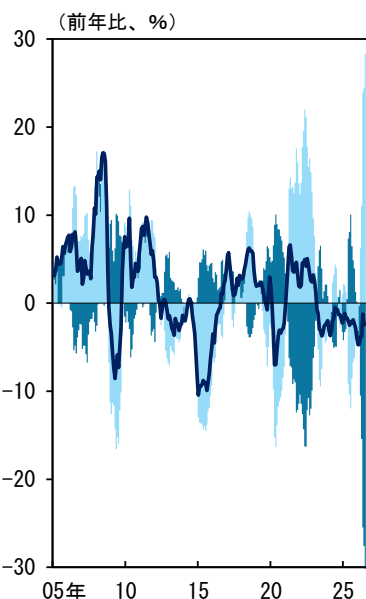
(出所) 日本銀行

海外の交易条件 (原油価格上昇でも韓国・米国は交易条件改善)

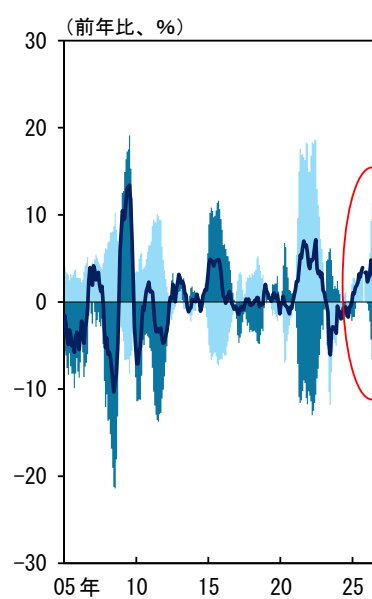
韓国



台湾

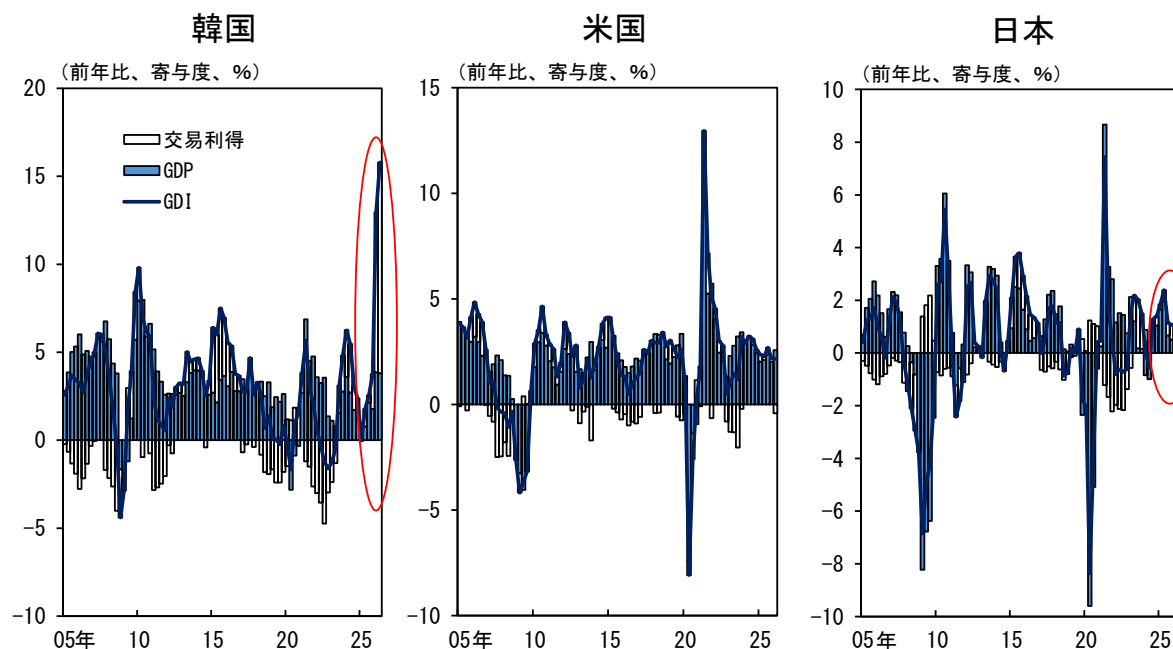


米国



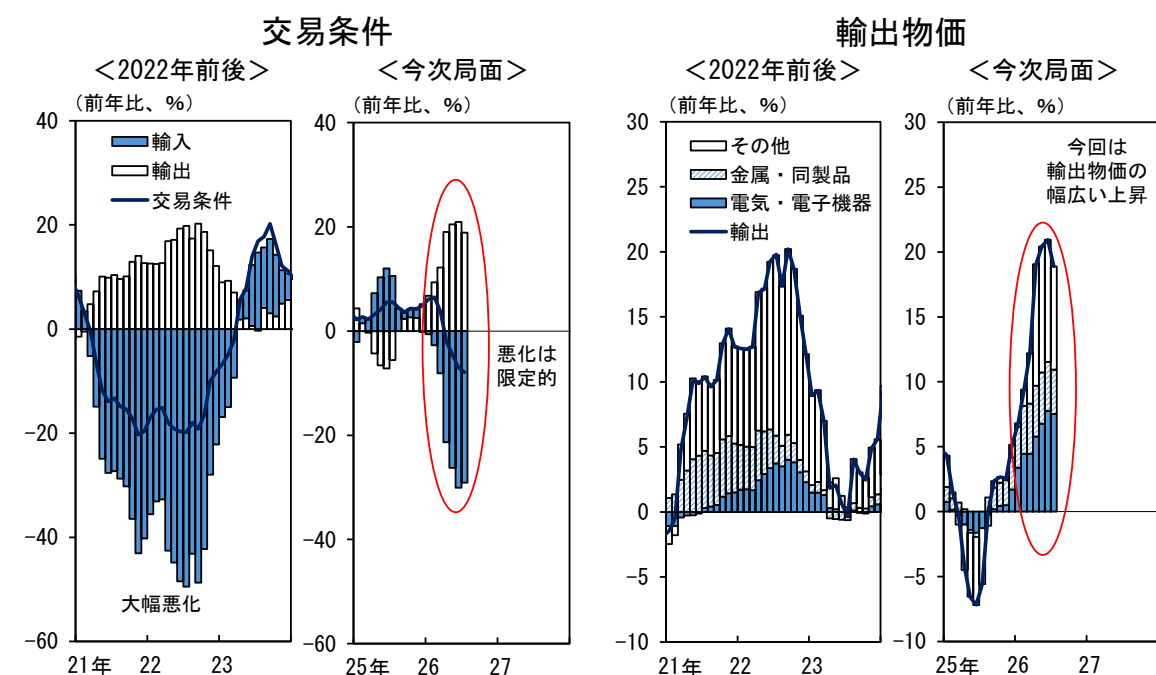
(注) 交易条件=輸出物価指数（各通貨ベース）÷輸入物価指数（各通貨ベース）。
(出所) Haver

各国の交易利得（SNAベース） （韓国ほどではないが、日本も交易利得改善に）



(注) 交易利得=GDI-GDP。
(出所) 内閣府、Haver

日本の交易条件 （2022年と比べて日本の交易条件悪化は限定的、輸出物価の幅広い上昇に）

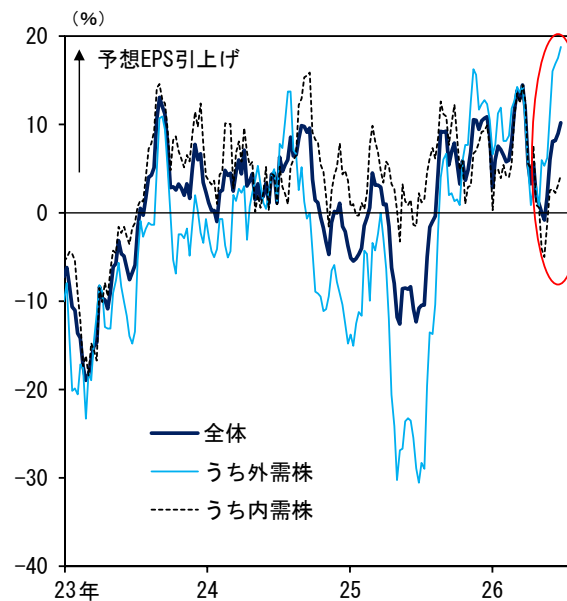
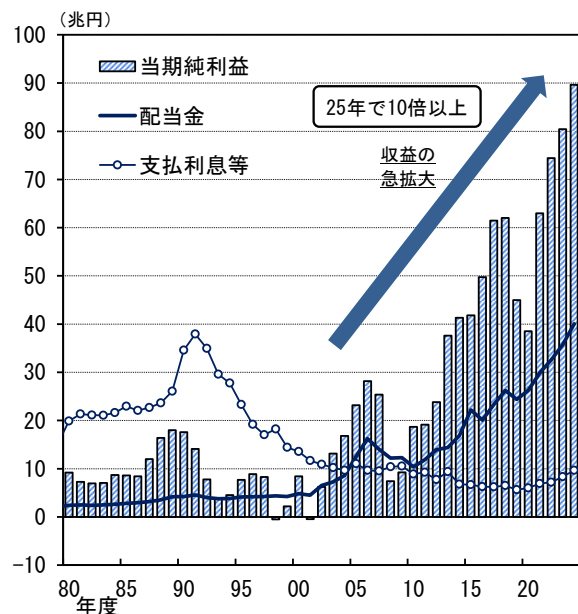


(注) 交易条件=輸出物価指数(円ベース)÷輸入物価指数(円ベース)。
(出所) 日本銀行

日本の企業収益の急拡大 (中東情勢を受けても日本の企業収益は改善が続く)

企業収益

リビジョンインデックス (TOPIX)



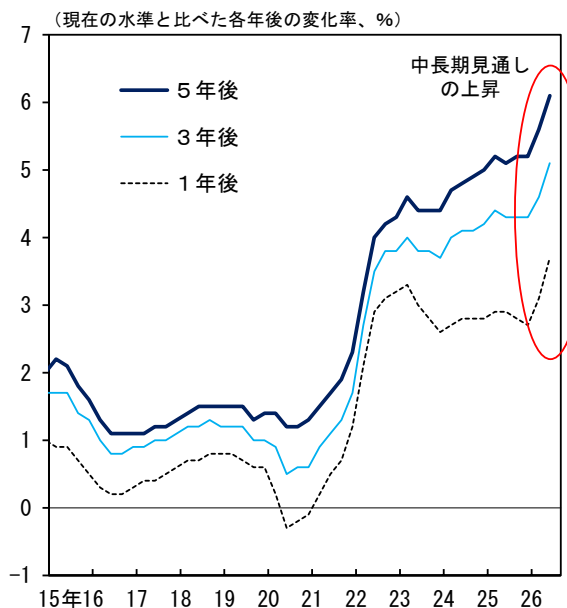
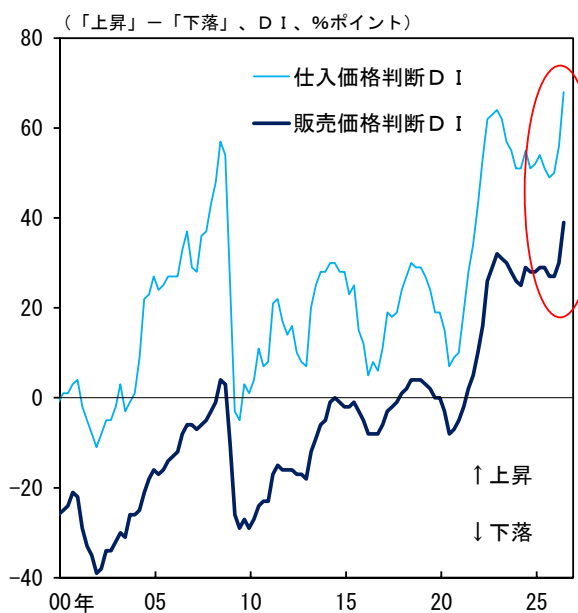
(注) 1. 左図は「法人企業統計調査年報」ベース。金融業、保険業を除く。
 2. 右図のリビジョンインデックスは、アナリストによる12か月先予想EPSが1か月前から上方修正された企業数と下方修正された企業数の差を算出し、全体の企業数に対する割合を計算したもの。
 (出所) 財務省、LSEG Datastream

図表11

日本企業の販売価格動向（短観） (企業は販売価格の上昇を見込みだした)

企業の価格判断

販売価格の見通し



(注) 全産業・全規模。消費税率引き上げの影響を除くベース。
 (出所) 日本銀行

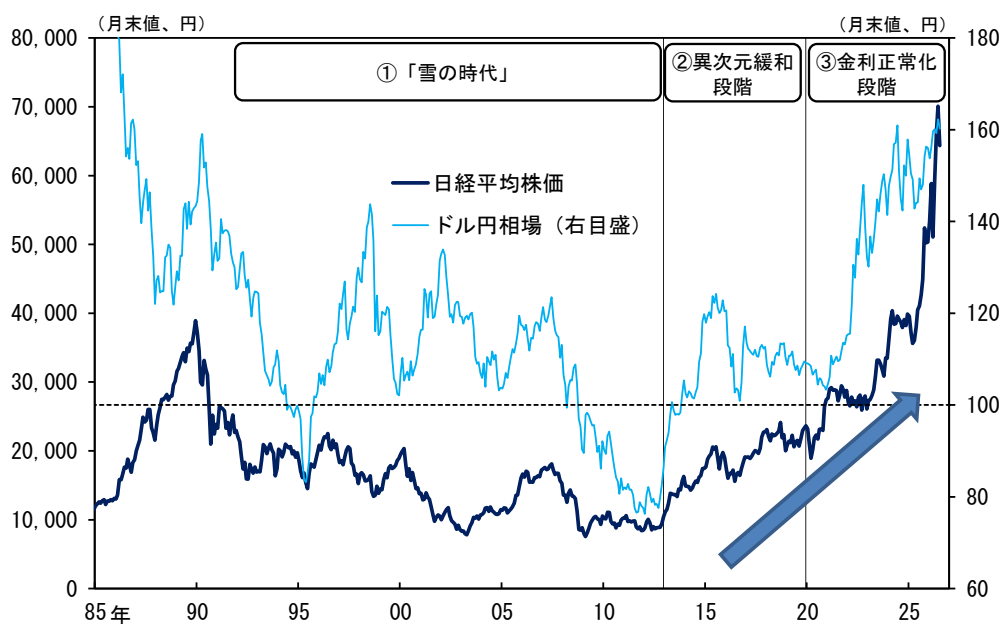
図表12

1990年以降の金融政策を巡る局面の転換（私見） （長い雪の時代から、異次元緩和を経て金利正常化段階へ）

	①雪の時代	②異次元緩和段階	③金利正常化段階
期間	1990年代～	2013年～2019年	2020年以降
環境	資産デフレ 通商摩擦を主因とした 為替円高等、 外需に依存しにくい環境	金融緩和と財政・成長 戦略による資産価格改善 極端な円高からの脱却	②異次元緩和を素地に、 海外発の 「ビッグ・プッシュ」
企業・ 家計行動	バランスシート圧縮 価格・賃金を圧縮する リストラ経営	価格の上がらない ノルムは残存	ノルムの転換 企業行動に前向きな動き

図表13

日経平均株価とドル円相場 （1990年代以降の「雪の時代」から2013年以降転換）

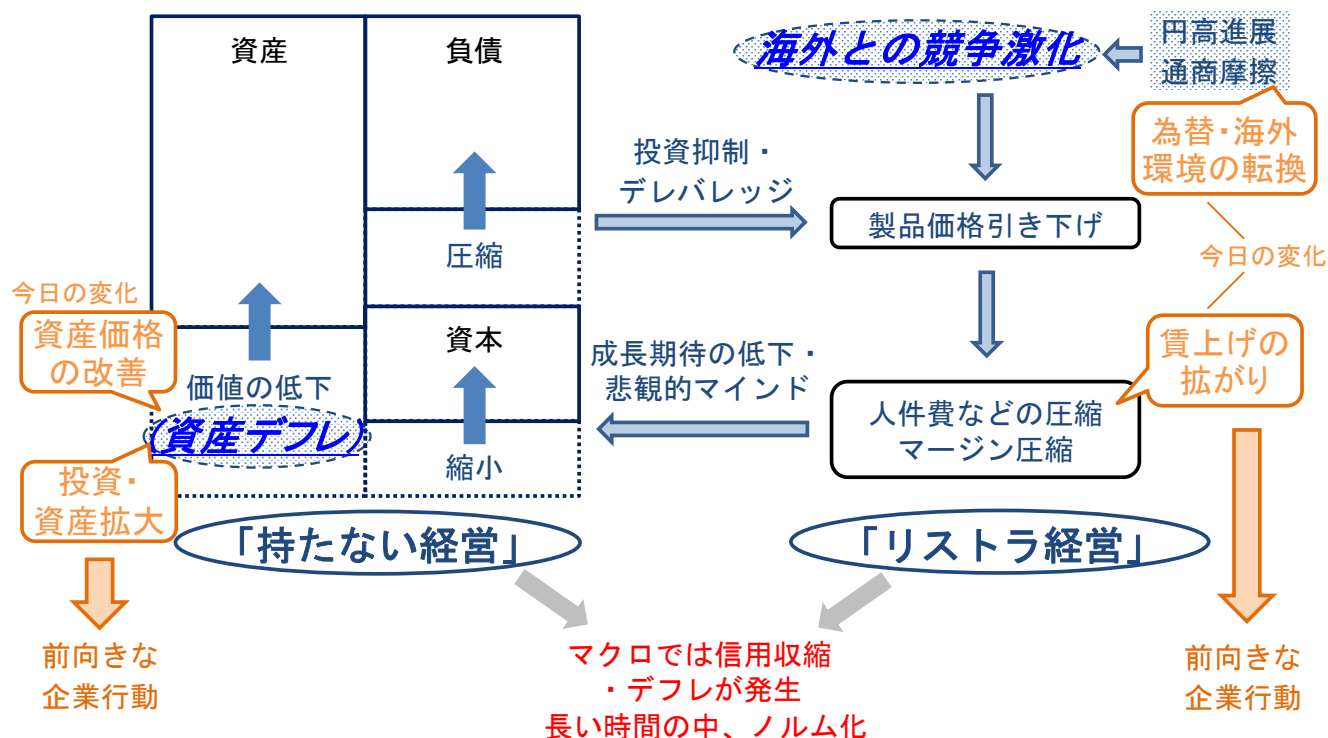


バブル崩壊後の企業行動（私見）

（企業はB／S、P／Lの縮小均衡から今や前向きな企業行動へ）

バランスシート（B／S）

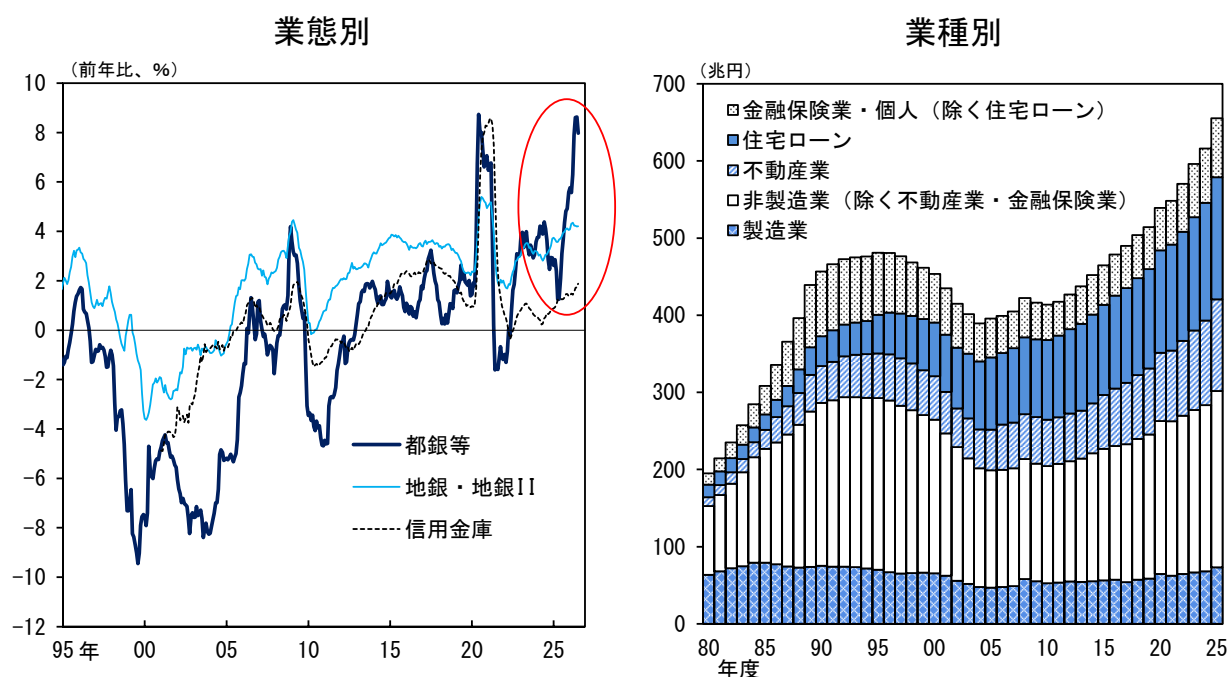
損益計算書（P／L）



図表15

日本の銀行貸出の状況

（大手行中心に銀行貸出は拡大、コロナ期を除きバブル期以来の伸び）



（注）1. 左図は地公体・個人向け含む総貸出ベース。

2. 右図の集計対象は国内銀行（銀行勘定・国内店）。非製造業は不動産業・金融保険業を除く、金融保険業・個人は住宅ローンを除く。

（出所）日本銀行

2020年以降の「金利正常化段階」における4局面（私見）

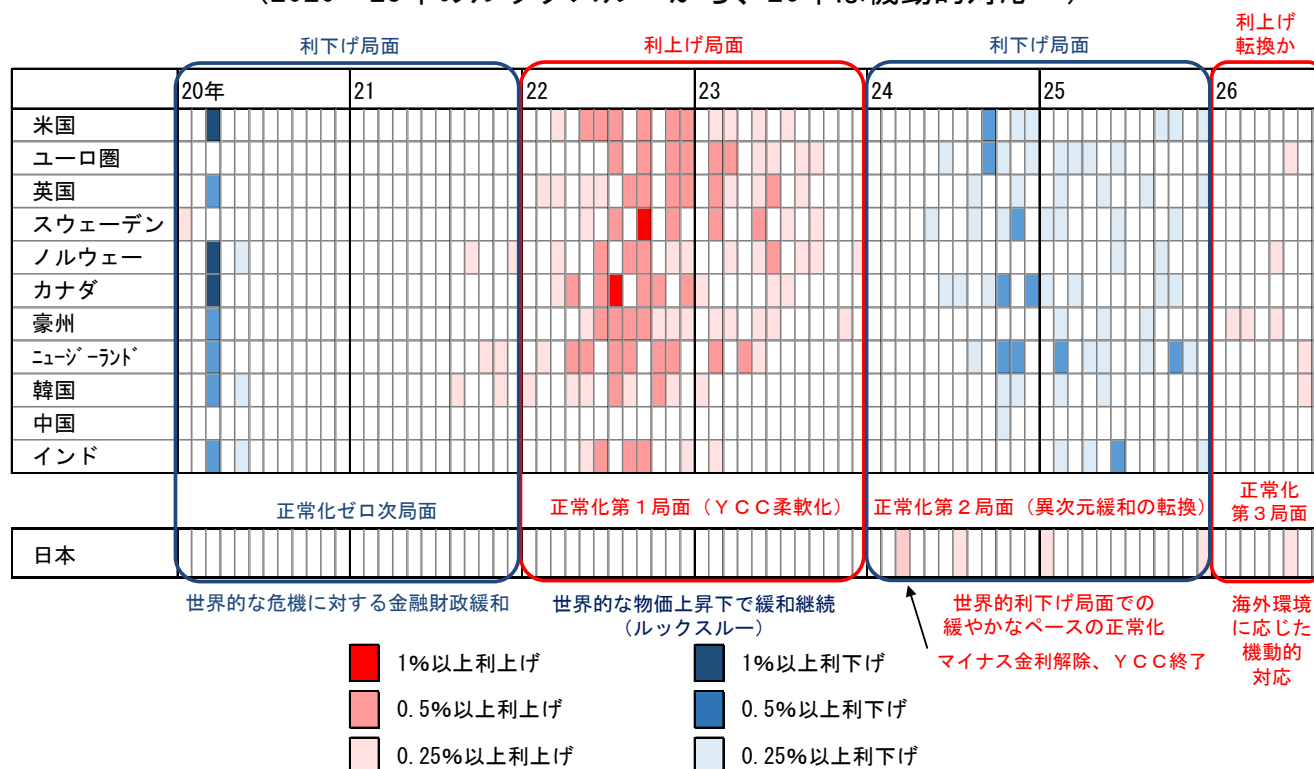
（2026年：第3局面は新たな利上げ局面、レジーム転換）

	正常化 ゼロ次局面	正常化 第1局面	正常化 第2局面	正常化 第3局面
期間	2020～2021年	2022～2023年	2024～2025年	2026年
概要	正常化前史	Y C C 柔軟化	異次元緩和の転換	新たな利上げ局面 レジーム転換
特徴	ノルムは不変 世界的な危機に 対する金融財政 の緩和	世界的な物価上昇 下で緩和を継続 （ルックスルー） ノルム解凍へ	世界的利下げ局面 での正常化 緩やかなペースで の利上げ	A I 需要拡大、 世界的利上げ転換 海外環境に応じた 機動的な対応

図表17

2020年以降各国の金融政策と日本の金融政策の4局面（私見）

（2020～23年のルックスルーから、26年は機動的対応へ）



図表18

日本の物価連動国債のB E I（期待インフレ） （日本の物価連動国債のB E Iは2％程度と過去最高水準へ）



（注）新物価連動国債は、13/10月以降に発行された元本保証が付されたもの。旧物価連動国債は、04/3月～08/6月に発行されたもの。最長物は第16回債（08/6月発行・18/6月償還の銘柄）。

（出所）Bloomberg、QUICK

図表19

世界の名目金利マップ （日本の名目金利はもはや世界最低水準ではない）

	政策金利	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	0.00	0.20	0.04	0.14	0.18	0.20	0.25	0.28	0.30	0.35	0.36	0.39	0.42	0.45	0.48	0.50	0.64	0.55	0.55
日本	1.00	1.45	1.68	1.89	2.06	2.14	2.46	2.58	2.80	2.89	2.89	3.17	3.45	3.73	4.01	4.28	3.77	4.06	4.15
スウェーデン	1.75	2.18	2.41	2.51	2.64	2.72	2.77	2.83	2.92	2.95	3.02	3.03	3.05	3.07	3.09	3.10	3.19		
デンマーク	1.85	2.39	2.60	2.64	2.71	2.77	2.81	2.86	2.90	2.96	3.03	3.04	3.06	3.07	3.09	3.10	3.18	3.38	
カナダ	2.25	2.65	2.90	2.98	3.12	3.22	3.27	3.32	3.42	3.52	3.62	3.65	3.68	3.71	3.73	3.76	3.90	4.05	
ドイツ	2.40	2.62	2.81	2.81	2.85	2.91	2.96	3.04	3.06	3.15	3.20	3.26	3.32	3.38	3.43	3.49	3.64	3.71	
フランス	2.40	2.87	3.00	3.13	3.19	3.40	3.49	3.63	3.82	3.86	4.06	4.12	4.18	4.25	4.31	4.37	4.60	4.85	
スペイン	2.40	2.68	2.88	2.96	3.02	3.12	3.20	3.30	3.42	3.51	3.66	3.72	3.78	3.85	3.91	3.98	4.08	4.36	
ポルトガル	2.40	2.73	2.82	2.89	3.00	3.08	3.17	3.31	3.39	3.46	3.56	3.62	3.68	3.74	3.80	3.86	4.09	4.22	
オーストリア	2.40	2.82	2.86	2.90	2.98	3.04	3.12	3.21	3.27	3.36	3.41	3.47	3.53	3.59	3.65	3.71	3.89	3.97	3.97
イタリア	2.40	2.77	3.02	3.11	3.28	3.40	3.55	3.63	3.79	3.94	4.02	4.10	4.18	4.26	4.34	4.42	4.61	4.82	
アイルランド	2.40	2.74	2.77	2.85	2.92	2.93	2.99	3.12	3.20	3.23	3.36	3.42	3.47	3.53	3.59	3.65	3.76	3.87	
オランダ	2.40	2.70	2.81	2.87	2.93	2.95	3.06	3.11	3.17	3.23	3.29	3.34	3.39	3.44	3.49	3.54	3.69	3.72	
フィンランド	2.40	2.94	2.86	2.94	3.04	3.12	3.23	3.31	3.38	3.45	3.53	3.58	3.64	3.70	3.76	3.82	3.90	4.06	
中国	3.00	1.25	1.28	1.30	1.37	1.43	1.49	1.55	1.60	1.64	1.69	1.72	1.75	1.77	1.80	1.83	2.13	2.17	
英国	3.75	4.05	4.31	4.42	4.47	4.53	4.59	4.72	4.86	4.91	4.99	5.10	5.22	5.28	5.34	5.41	5.64	5.72	5.69
米国	3.75	4.00	4.18	4.24	4.29	4.34	4.40	4.46	4.52	4.57	4.63	4.68	4.73	4.78	4.84	4.89	5.15	5.16	
ノルウェー	4.25	4.55	4.52	4.49	4.44	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.38	4.38	4.37		
豪州	4.35	4.59	4.59	4.57	4.57	4.63	4.67	4.78	4.88	4.98	5.01	5.05	5.08	5.14	5.21	5.27	5.48	5.57	
インド	5.25	5.79	6.10	6.28	6.40	6.46	6.66	6.70	6.80	6.82	6.85	6.91	7.01	6.97	7.01	7.05	7.19	7.48	7.55

0%未満

0%以上0.5%未満

0.5%以上1.0%未満

1.0%以上

（注）2026年8月25日時点の値。欠損値がある場合は、線形補間により推計。

（出所）Bloomberg

世界の実質金利マップ

(日本の実質政策金利は依然として世界最低水準)

(%)

	政策金利	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
日本	-1.24	-0.79	-0.57	-0.36	-0.19	-0.10	-0.22	0.34	0.56	0.64	0.65	0.93	1.21	1.49	1.76	2.04	1.52	1.82	1.91
アイルランド	-0.73	-0.40	-0.36	-0.28	-0.21	-0.21	-0.14	-0.01	0.07	0.09	0.22	0.28	0.34	0.40	0.46	0.51	0.63	0.74	
ポルトガル	-0.71	-0.38	-0.29	-0.23	-0.11	-0.03	0.05	0.20	0.27	0.35	0.45	0.51	0.57	0.63	0.69	0.75	0.98	1.11	
スペイン	-0.64	-0.37	-0.17	-0.08	-0.02	0.07	0.16	0.25	0.38	0.47	0.61	0.68	0.74	0.81	0.87	0.94	1.03	1.32	
スイス	-0.48	-0.28	-0.43	-0.34	-0.30	-0.28	-0.22	-0.20	-0.18	-0.12	-0.11	-0.08	-0.06	-0.03	0.00	0.03	0.16	0.07	0.08
オランダ	-0.31	-0.01	0.10	0.16	0.21	0.24	0.35	0.40	0.46	0.52	0.58	0.63	0.68	0.73	0.77	0.83	0.98	1.01	
カナダ	-0.29	0.11	0.36	0.44	0.59	0.68	0.73	0.79	0.89	0.99	1.09	1.11	1.14	1.17	1.20	1.23	1.37	1.52	
ドイツ	-0.25	-0.03	0.16	0.15	0.19	0.26	0.30	0.39	0.41	0.50	0.55	0.61	0.67	0.72	0.78	0.84	0.99	1.06	
イタリア	-0.24	0.13	0.39	0.47	0.64	0.77	0.91	1.00	1.15	1.30	1.38	1.46	1.54	1.63	1.71	1.79	1.97	2.18	
デンマーク	-0.15	0.39	0.60	0.64	0.71	0.77	0.81	0.86	0.90	0.96	1.03	1.04	1.06	1.07	1.09	1.10	1.18	1.38	
フィンランド	-0.11	0.43	0.35	0.43	0.53	0.61	0.73	0.80	0.87	0.95	1.02	1.08	1.14	1.20	1.26	1.31	1.40	1.56	
オーストリア	-0.05	0.37	0.41	0.45	0.52	0.59	0.67	0.76	0.82	0.91	0.96	1.02	1.08	1.14	1.20	1.26	1.43	1.52	1.52
スウェーデン	0.29	0.72	0.95	1.06	1.19	1.26	1.32	1.37	1.47	1.50	1.56	1.57	1.59	1.61	1.63	1.64	1.74		
豪州	0.33	0.57	0.57	0.55	0.55	0.61	0.65	0.76	0.86	0.96	0.99	1.03	1.06	1.13	1.19	1.25	1.46	1.55	
米国	0.52	0.77	0.95	1.01	1.06	1.11	1.17	1.24	1.29	1.34	1.40	1.45	1.50	1.56	1.61	1.66	1.93	1.94	
インド	0.54	1.07	1.39	1.56	1.68	1.74	1.94	1.99	2.08	2.11	2.13	2.19	2.30	2.26	2.30	2.33	2.47	2.76	2.84
英国	0.55	0.85	1.11	1.22	1.27	1.33	1.39	1.51	1.66	1.70	1.79	1.90	2.01	2.08	2.14	2.21	2.44	2.52	2.49
フランス	0.56	1.03	1.16	1.29	1.35	1.56	1.64	1.79	1.98	2.02	2.21	2.28	2.34	2.40	2.46	2.53	2.76	3.00	
ノルウェー	0.95	1.25	1.22	1.19	1.14	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.08	1.08	1.07		
中国	1.78	0.03	0.06	0.08	0.15	0.22	0.27	0.33	0.38	0.43	0.47	0.50	0.53	0.56	0.59	0.62	0.91	0.95	



(注) 2026年8月25日時点の値。欠損値がある場合は、線形補間により推計。IMFの各国のCPI上昇率見通し(2026年)を用いて実質化。
 (出所) IMF、Bloomberg

図表21

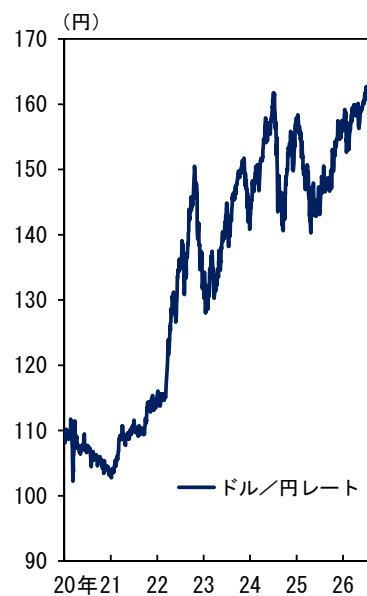
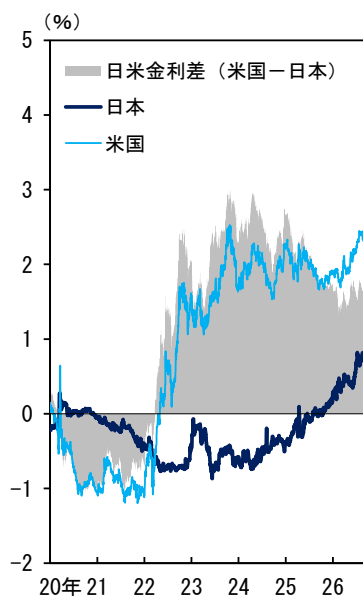
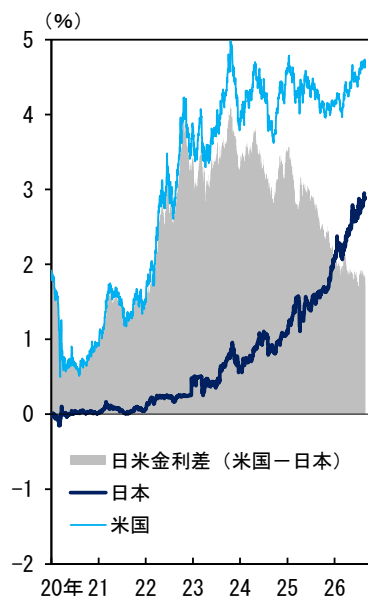
日米金利差と為替レート

(市場は名目だけでなく実質の金利差にも注目)

名目長期金利

実質長期金利

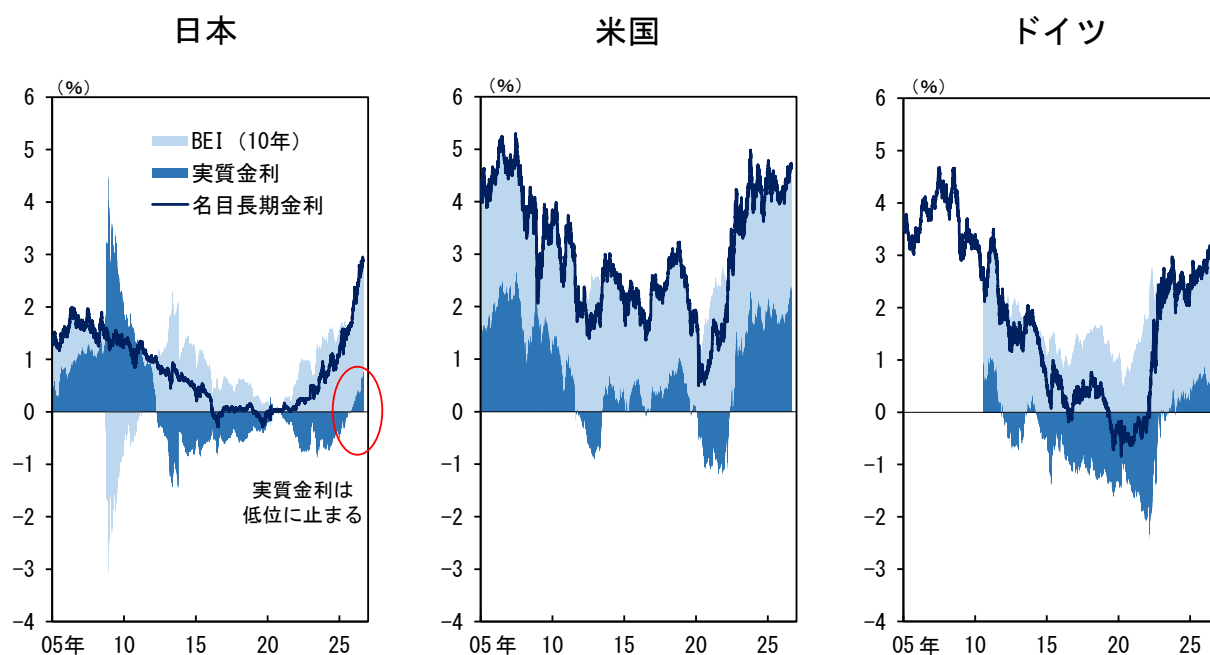
為替レート



(注) 実質長期金利は、名目長期金利とB/E Iより算出。
 (出所) Bloomberg、LSEG

名目長期金利の分解

(日本の長期金利上昇はインフレ期待中心、実質金利は低位に止まる)

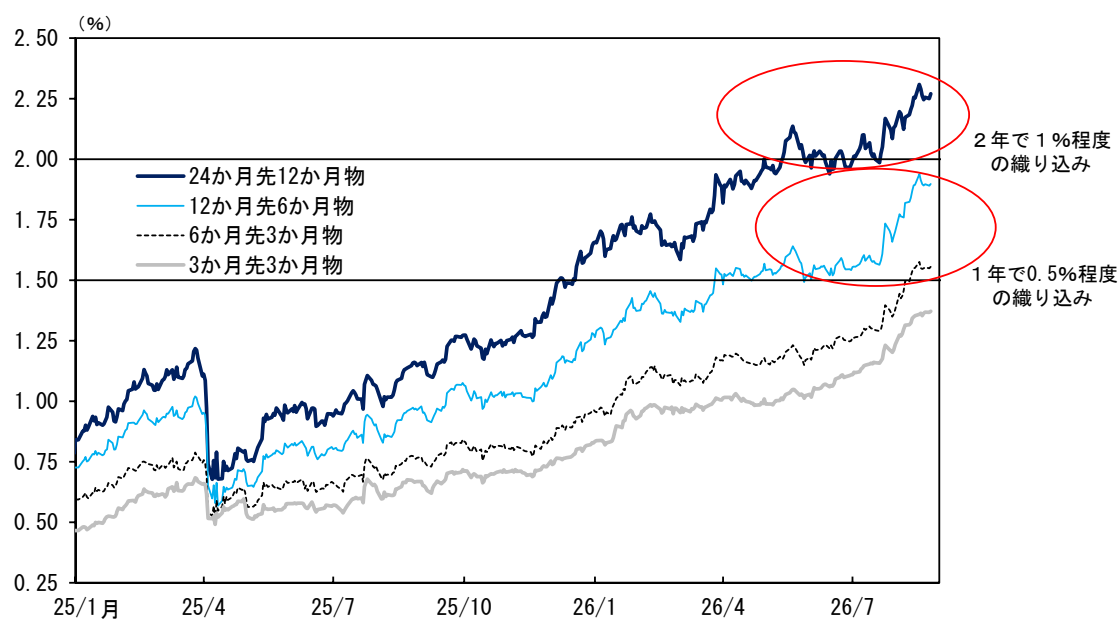


(出所) LSEG

図表23

円OISフォワードレート

(最近まで市場は1年で0.5%、2年で1%程度の利上げ織り込み)

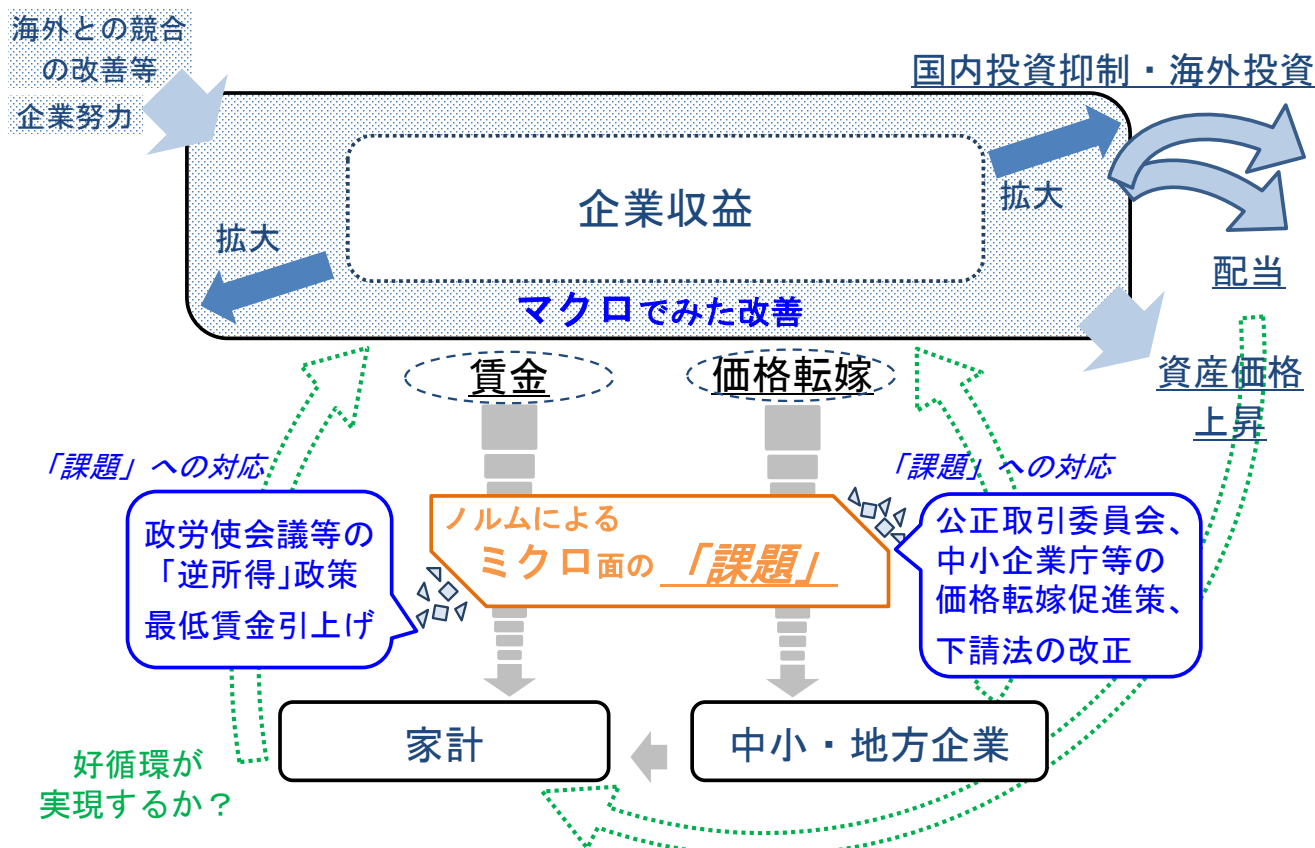


(出所) LSEG

図表24

拡大する企業収益の波及と課題（私見）

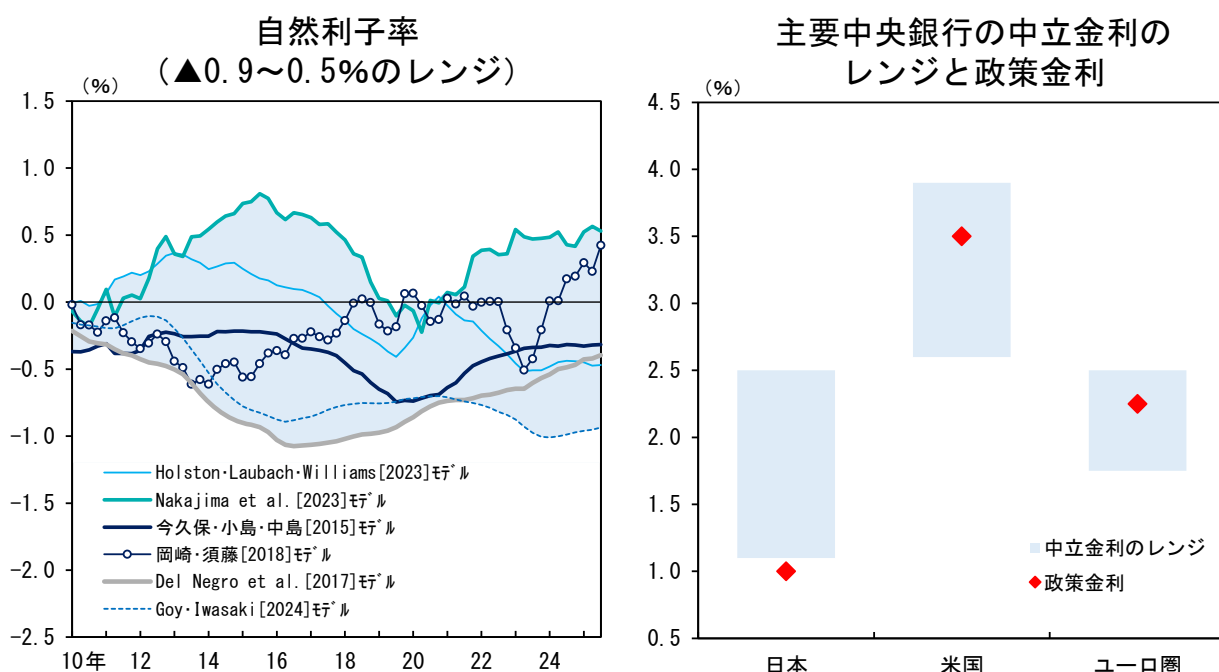
（企業収益拡大の家計や中小企業・地方への波及）



図表25

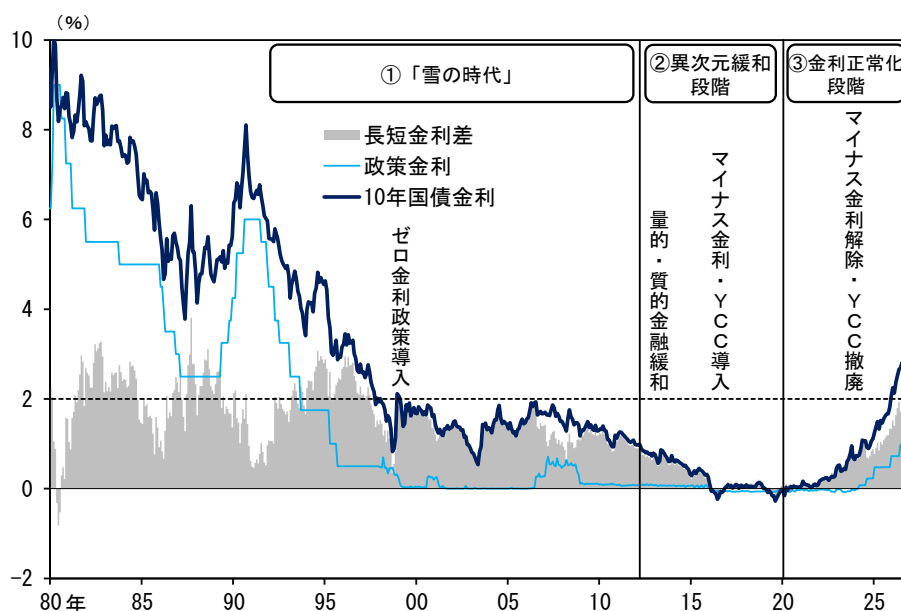
日本の自然利子率・中立金利・政策金利

（日本の中立金利試算値は1.1～2.5%、日本はレンジの外）



- (注) 1. 左図は、各モデルをベースに推計した試算値。シャドローは推計された自然利子率の最小値から最大値のバンド。
 2. 右図の米国は、FEDが公式に中立金利のレンジを公表しているわけではないことから、2026年6月FOMCのSummary of Economic Projectionsにおける、FF金利の「Longer run」に関するFOMCメンバーの見通しのレンジを利用。ユーロ圏は、直近のLane理事の講演で示されたレンジ。
 (出所) 日本銀行、財務省、厚生労働省、総務省、内閣府、Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、FED、ECB

日本の長短金利の推移 (長短金利差は国債投資に関するリスクプレミアムを含む)



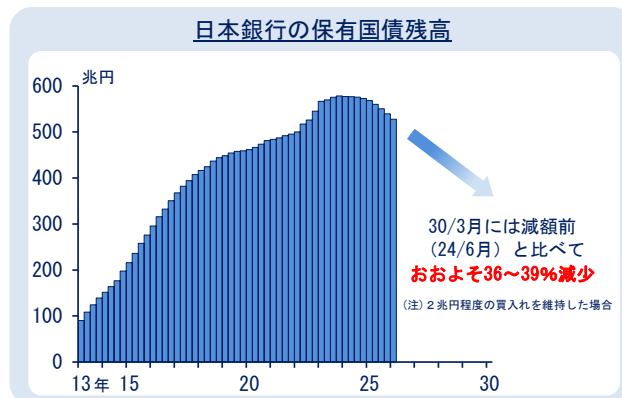
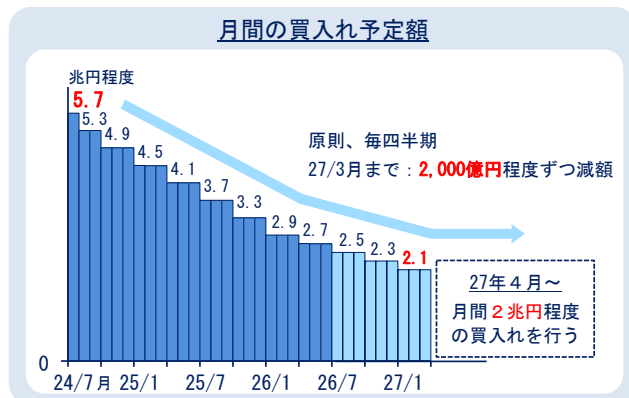
(注) 1. 政策金利は、1998年以降は無担保コールオーバーナイト物レート、それ以前は基準割引率および基準貸付利率（公定歩合）。
2. 1986年以前の10年国債金利は、公社債店頭気配値。
(出所) 財務省、日本銀行

図表27

長期国債の買入れ計画（2026年6月金融政策決定会合）

- ① 長期金利は、金融市場において形成されることが基本
- ② 長期国債の買入れは、国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ、予見可能な形でやっていくことが適切
 - こうした考え方のもと、市場機能の改善や市場の安定確保の観点から、長期国債の買入れを以下のとおり運営する
 - 2027年3月まで：原則、毎四半期2,000億円程度ずつ減額（従来の減額計画を維持）
 - 2027年4月以降：月間2兆円程度の買入れを行う

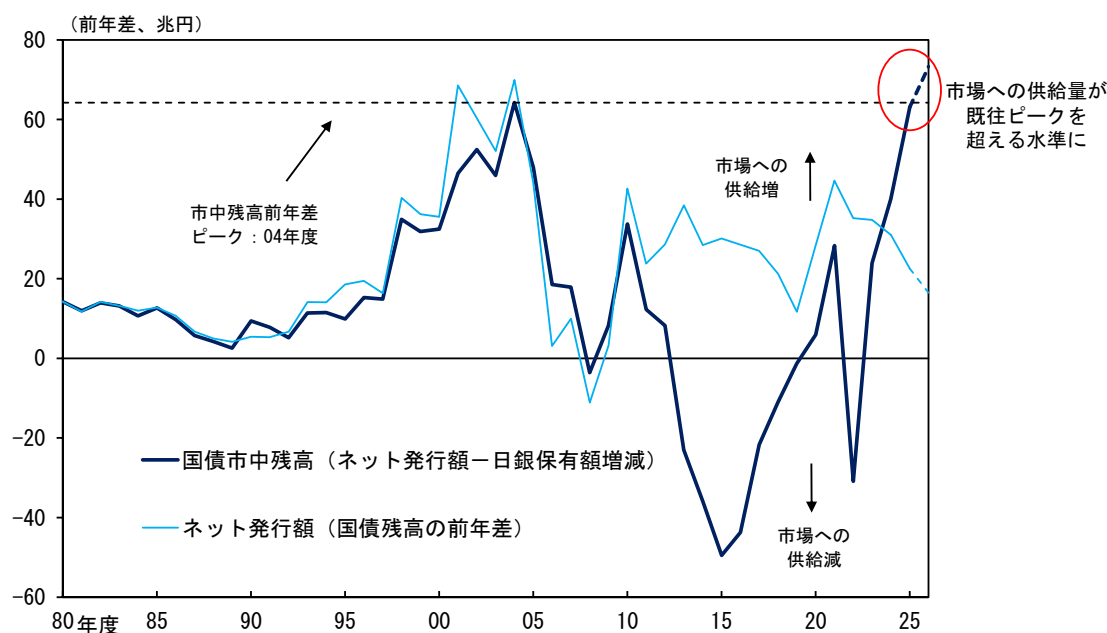
<予見可能な形での買入れ>



<柔軟性の確保>

- ① 長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額等を実施
- ② 国債買入れの基本的な考え方や国債市場の動向等を踏まえ、必要な場合には、金融政策決定会合において、買入れのペースを見直す

国債市中残高前年差は歴史的水準へ (買入れ減額で市中への国債供給量が既往ピークを超える水準へ)



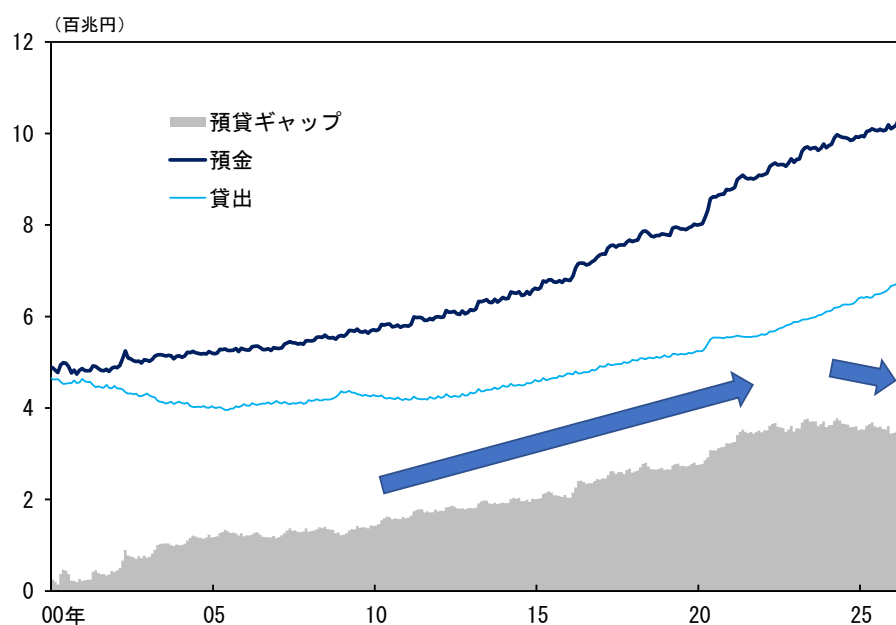
(注) 1. 簿価ベース。短期国債を除く。

2. 2026年度は、財務省の国債発行計画や前年度の修正率、本行の長期国債買入れの減額計画を用いた試算値。

(出所) 日本銀行、財務省、内閣府

図表29

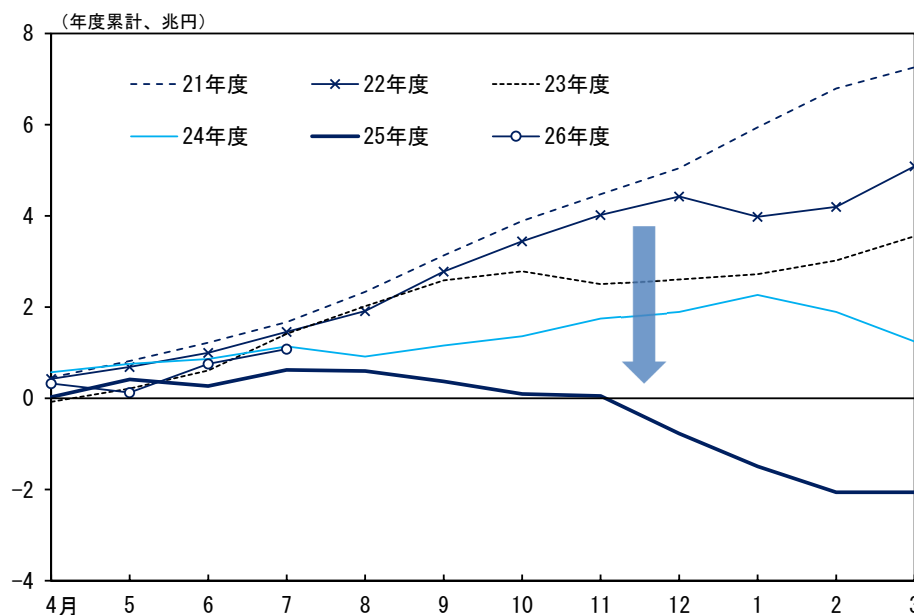
日本の銀行の預貸ギャップ（預金－貸出）の推移 (国債需給を支えた預貸ギャップは低下へと歴史的な転換)



(注) 集計対象は国内銀行（銀行勘定）。

(出所) 日本銀行

日本の生保・損保の超長期国債ネット買い越し額 (これまで超長期ゾーンにおける主役の保険の買い越しの低下)



(出所) 日本証券業協会

図表31

世界の実質金利マップ（再掲） (今や日本の超長期ゾーンの実質金利は海外と比べても高い水準に)

(%)

	政策金利	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
日本	-1.24	-0.79	-0.57	-0.36	-0.19	-0.10	0.22	0.34	0.56	0.64	0.65	0.93	1.21	1.49	1.76	2.04	1.52	1.82	1.91
アイルランド	-0.73	-0.40	-0.36	-0.28	-0.21	-0.21	-0.14	-0.01	0.07	0.09	0.22	0.28	0.34	0.40	0.46	0.51	0.63	0.74	
ポルトガル	-0.71	-0.38	-0.29	-0.23	-0.11	-0.03	0.05	0.20	0.27	0.35	0.45	0.51	0.57	0.63	0.69	0.75	0.98	1.11	
スペイン	-0.64	-0.37	-0.17	-0.08	-0.02	0.07	0.16	0.25	0.38	0.47	0.61	0.68	0.74	0.81	0.87	0.94	1.03	1.32	
スイス	-0.48	-0.28	-0.43	-0.34	-0.30	-0.28	-0.22	-0.20	-0.18	-0.12	-0.11	-0.08	-0.06	-0.03	0.00	0.03	0.16	0.07	0.08
オランダ	-0.31	-0.01	0.10	0.16	0.21	0.24	0.35	0.40	0.46	0.52	0.58	0.63	0.68	0.73	0.77	0.83	0.98	1.01	
カナダ	-0.29	0.11	0.36	0.44	0.59	0.68	0.73	0.79	0.89	0.99	1.09	1.11	1.14	1.17	1.20	1.23	1.37	1.52	
ドイツ	-0.25	-0.03	0.16	0.15	0.19	0.26	0.30	0.39	0.41	0.50	0.55	0.61	0.67	0.72	0.78	0.84	0.99	1.06	
イタリア	-0.24	0.13	0.39	0.47	0.64	0.77	0.91	1.00	1.15	1.30	1.38	1.46	1.54	1.63	1.71	1.79	1.97	2.18	
デンマーク	-0.15	0.39	0.60	0.64	0.71	0.77	0.81	0.86	0.90	0.96	1.03	1.04	1.06	1.07	1.09	1.10	1.18	1.38	
フィンランド	-0.11	0.43	0.35	0.43	0.53	0.61	0.73	0.80	0.87	0.95	1.02	1.08	1.14	1.20	1.26	1.31	1.40	1.56	
オーストリア	-0.05	0.37	0.41	0.45	0.52	0.59	0.67	0.76	0.82	0.91	0.96	1.02	1.08	1.14	1.20	1.26	1.43	1.52	1.52
スウェーデン	0.29	0.72	0.95	1.06	1.19	1.26	1.32	1.37	1.47	1.50	1.56	1.57	1.59	1.61	1.63	1.64	1.74		
豪州	0.33	0.57	0.57	0.55	0.55	0.61	0.65	0.76	0.86	0.96	0.99	1.03	1.06	1.13	1.19	1.25	1.46	1.55	
米国	0.52	0.77	0.95	1.01	1.06	1.11	1.17	1.24	1.29	1.34	1.40	1.45	1.50	1.56	1.61	1.66	1.93	1.94	
インド	0.54	1.07	1.39	1.56	1.68	1.74	1.94	1.99	2.08	2.11	2.13	2.19	2.30	2.26	2.30	2.33	2.47	2.76	2.84
英国	0.55	0.85	1.11	1.22	1.27	1.33	1.39	1.51	1.66	1.70	1.79	1.90	2.01	2.08	2.14	2.21	2.44	2.52	2.49
フランス	0.56	1.03	1.16	1.29	1.35	1.56	1.64	1.79	1.98	2.02	2.21	2.28	2.34	2.40	2.46	2.53	2.76	3.00	
ノルウェー	0.95	1.25	1.22	1.19	1.14	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.08	1.08	1.07		
中国	1.78	0.03	0.06	0.08	0.15	0.22	0.27	0.33	0.38	0.43	0.47	0.50	0.53	0.56	0.59	0.62	0.91	0.95	

▲1.0%未満

▲0.5%未満 ▲1.0%以上

0%未満 ▲0.5%以上

0%以上

(注) 2026年8月25日時点の値。欠損値がある場合は、線形補間により推計。IMFの各国のCPI上昇率見通し(2026年)を用いて実質化。

(出所) IMF、Bloomberg