2026. 9. 25

【日銀金融政策決定会合（26 年 9 月）】

利上げでも円安、次は 12 月が有力

～欧米の年内利上げでさらなる前倒しもありうる情勢～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

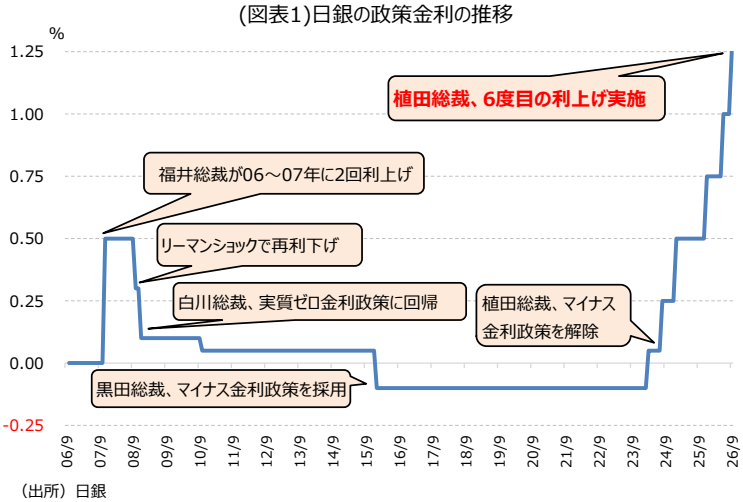
ポイント

- **日銀は 9 月の金融政策決定会合で政策金利を 0. 25%ポイント引き上げ、1. 25%とした。植田日銀として 6 回目の利上げ。会見では「局面変化」という言葉を用いて利上げ継続を示唆**
- **2 票の利上げ反対票を受け、為替市場では円安が進む結果に。欧米の年内利上げの可能性が高まっており、日銀が年明けまで待てる余地は狭まりつつある。12 月が有力だがさらなる前倒しも否定できず**
- **来年前半には 2%に達し、その後はしばらく様子見と予想するが、中東情勢とそれをふまえた主要中銀の動き、為替相場の状況、審議委員の人選など不確実要因には事欠かない状況**

１．予想通りの利上げも、二人が反対票

9 月 17、18 日に開催された日銀金融政策決定会合では、市場の事前予想通り 0. 25%ポイントの利上げが実施された。植田日銀として 6 回目の利上げで、利上げ後の政策金利である 1. 25%は、約 31 年ぶりの水準となる（図表 1）。ただ、今回は浅田、佐藤というリフレ派の両委員が反対票を投じた。事前の市場では全会一致か、反対が出てもひとりだけという見方が優勢だったため、これがサプライズとなって為替相場では円売りが進む結果となった。9 月 18 日深夜から 19 日未明のニューヨーク時間に、日銀がレートチェック[1]を実施したと報じられたが、効果は長続きせず、再びじりじりと円安方向に押し戻される状況となっている。

(図表1)日銀の政策金利の推移



（出所）日銀

２．前回会合後はタカ派的な情報発信が続いた

利上げ自体は事前の市場でほぼ 100%織り込まれていた。前回 7 月 30 日、31 日に開催された日銀金融政策決定会合における情報発信がタカ派的であったことが発端である。7 月展望レポートでは、消費者物価の基調的な

[1] 日銀が金融機関に為替相場の取引水準を照会すること。為替介入の前段階の行動とみなされる。

上昇率が 2%の物価目標を超えて上振れるリスクに明確に言及したほか、植田総裁は会合後の定例会見で、「次回以降の決定会合においてしっかりと議論」という、これまで利上げ予告として使われてきたフレーズを用いた。その後は、氷見野副総裁、高田委員、増委員等、他の政策委員からもタカ派的な情報発信が相次いだ。市場における 9 月利上げの織り込み度合いは、8 月上旬の約 7 割から中旬には 8 割、下旬には 9 割に達していた。

こうしたなか、植田総裁は 9 月 1 日の G20 後の会見で、7 月会合後に発表された経済指標等の各種データについて、「展望レポートで示した経済見通しに大体沿ったデータが出ている」と述べたほか、金融政策の基本方針についても「大きく変えたことは特にない」とするなど、市場の織り込みを追認する姿勢を見せていた。

３．政策の「局面変化」を強調

従って、今回の会合の焦点は利上げの有無よりも、総裁定例会見で先行きの利上げペースに関しどの程度積極的な姿勢を示すかという点にあった。今回、注目されたのは「局面変化」との発言である。植田総裁は、「***これまでは基調的な物価上昇率が 2%より低いとみられる中で、それを上昇させることがある意味短期的な政策のねらいでした。これに対して現在基調的な物価上昇率が 2%に接近しつつありますので、それが基調的な物価上昇率が 2%の物価安定の目標を超えて上振れていくリスクが顕在化し、その後の経済に悪影響を及ぼすことがないよう、基調物価上昇率を 2%程度の水準で安定させていくという観点が重要になっています。そういう意味で政策の局面が変化したと考えています***（下線部筆者、以下同様）」と述べた。

記者からは当然ながら、「局面変化」の意味を問う質問が相次いだが、タカ派的姿勢を印象付けるために、植田総裁が意図して用意した言い回しなのは間違いない。ちなみに、政策委員のなかでこのフレーズを用いたのは植田総裁が初めてではない。高田委員はすでに 7 月の会合時に、「機動的な対応が必要な新たな局面に入った」ことを理由に利上げに票を投じていた。9 月 2 日の札幌でのあいさつでも、「2026 年は一定のペースに囚われず機動的に利上げを行なう新たな局面」と述べている。氷見野副総裁も 8 月 27 日の埼玉県金融経済懇談会におけるあいさつで、基調物価が「2%を超えていく可能性も考えながら政策判断する局面に変わってきている」と述べた。植田総裁も同じ表現を使うことでタカ派的な情報発信を引き継いだ形である。

４．為替相場では円安が進む

植田総裁としては、これで円安進行に歯止めをかけたかったところと考えられるが、為替相場は利上げ反対票が 2 票出たという方により強く反応し、逆に円安が進む結果となった。為替相場の反応は理解できる。両委員選出の経緯を考えれば、今回の投票行動を高市政権の意思表示と捉えることは、必ずしもうがった見方とは言えないと筆者も考える。

市場の目は早くも来年に向いている。来年 7 月には、高田、田村というタカ派の委員 2 人が任期満了を迎える。10 ヵ月も先の人事を考えるのは気が早すぎるのは確かだろう。植田総裁も、「***どういう委員が着任されるか現在予想のしようもありませんので、そこを心配して、金融政策のそこまでの経路決定のペース等を考える、左右させるということは基本的にないというふうに考えております***」と述べている。しかし、代わりに補充される新委員がいずれもリフレ派ということになれば、会合の雰囲気が大きく変わるのもまた確かである。

幸いと言うべきか、現在市場にもほぼ織り込まれている約 3 ヵ月に一度のペースで利上げを続ければ、来年 6 月までに政策金利は 2%に達する。自然体でも「正常化」の過程は終了に近づくということになりそうで、そういう意味では無理にペースを調整する必要はない。ただ、それ以上の引き締めが必要になった場合の実施のハードルは高くなるかもしれない。すべては高市政権の人選次第である。後任の顔ぶれが明らかになった時点で為替相場が反応する可能性が高いこともふまえたうえで、どのような決定を下すかが注目される。

５．米国からの圧力は正常化路線の追い風

米国からの利上げ要求は、当面の日銀にとっては追い風である。ベッセント財務長官は、1年以上前の2025年8月の時点で、日銀の金融政策はビハインド・ザ・カーブであり、利上げが必要と明言していた。以降、適切な金融政策がインフレと円安の抑制に必要との趣旨の発言を繰り返すとともに、政府に対してはリフレ政策からの転換を促してきた（図表 2)。為替介入に関しては、昨年までは、従来の米国のスタンスを踏襲した否定的な見解を示していたものの、収まらない円安圧力を前に態度を変え、7 月には日米協調の円買い介入に応じた。8月4日には「日本を支援するため必要なことは何でもする」と、円安阻止に向けたギアを一段と上げる一方、日銀に対しては利上げを求める姿勢をいっそう強めた。

過度な円安が米国製造業の価格競争力や雇用を圧迫するというのはトランプ大統領をはじめとした米国の従来からの問題意識だが、ベッセント氏は、円安と物価上昇が相互に増幅されることが日本の国債相場を不安定化させ、米国市場にも波及するという金融市場経由のリスクにより大きな懸念を抱いている。8 月 19 日の国債のバイバックの増額表明と、9 月 10 日の初回実施後も米国の長期金利の上昇圧力は収まらず、対応に苦慮しているのが現状と考えられる。

(図表 2)ベッセント米財務長官による日本の金融政策に関する主な発言

日付	発言の場	発言要旨
2025/8/13	Bloombergインタビュー	「日銀はインフレ対応で後手に回っている。したがって利上げしていくことになる」
2025/10/27	東京、片山財務相との会談	「インフレ期待を安定させ、過度な為替変動を防ぐには、健全な金融政策の策定とコミュニケーションが重要」
2025/10/27	東京、片山財務相との会談	「アベノミクス導入から12年がたち、状況は大きく異なっている」
2026/1/12	ワシントン、片山財務相との会談	「過度な為替変動は本質的に望ましくない。健全な金融政策の策定とコミュニケーションが必要」
2026/8/30	植田日銀総裁との会談・その後のインタビュー	「何をすべきか指示するつもりはないが、植田総裁は正しい判断をすると期待」
2026/8/30	植田日銀総裁との会談・その後のインタビュー	「おそらくアベノミクスの終わりに到達した」

（出所）各種報道より明治安田総研作成

日本の財政・金融政策は、米国内ではかなり危ういポリシーミックスと映っている模様で、ベッセント氏や政治家だけではなく、ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授やMITのオリビエ・ブランシャール名誉教授等、著名経済学者からもベッセント氏の立場に近い懸念が寄せられている。当面は米国からの圧力が、日銀が自由に動ける余地を広げることになりそうである。

６．輸出と生産の判断を引き上げ

今回、景気の現状判断は、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」で、前回 7 月会合から不変だった。約 2 年半にわたる 21 回の会合で同じ判断が続いている（図表 3)。個別項目の判断では、輸出と鉱工業生産が上方修正された（図表 4)。設備投資については、「緩やかな増加傾向にある」との判断は変わらないものの、「建設コスト上昇の影響を受けつつも」という修飾部が追加されるなど先行き下方修正含みの表現となった。

公表文における先行きの見通しでは、「中東情勢の影響が下押し要因となるものの、グローバルなAI関連需要の増加に加え、政府による各種施策等が経済を下支えすると考えられる」とされた。7 月展望レポートでは、「中東情勢の影響を受けた春先以降の原油価格上昇が下押し要因となるものの、グローバルな AI 関連需要の増加に加え、政府による各種施策や緩和的な金融環境等が経済を下支えすると考えられる」となっており、下支えの理由から「緩和的な金融環境」が取れた。別紙で示された「経済・物価の現状と見通し」では、「緩和的な金融環境等が経済を下支えする」との記載が残っていることから、見方を大きく変えたわけではないと考えられるものの、初出の本文で「等」に含めたということは、追加利上げにより今後は次第に緩和的ではなくなっていくという意味合いが込められている可能性もあろう。

７．気候変動オペの優遇措置を改正

なお、気候変動対応オペについては、新規貸出分の貸付金利がこれまでの政策金利の水準から変動金利に変更された。現状では、金融機関に対し過度な優遇措置になっている状態を是正する目的があると考えられる。

現行の制度では、金融機関は１年間の固定金利資金を確保できることから、継続的な利上げ局面では、借入資金を日銀当座預金に預け入れることで利ザヤを稼げる状態であった。そもそも 2021 年度の導入当初は、貸出金利はゼロ、貸出額の２倍の金額を日銀当座預金のマイナス金利の対象から外す（マクロ加算残高への加算）といった建付けになっており、同オペは元々マイナス金利政策の影響回避のための優遇措置との性格を持っていた。マイナス金利の解除とともにこうした措置は役割を終え、その後は政策金利の水準での固定金利が適用されていたが、現状では利上げ効果を減殺する制度になってしまっている。そもそも、政策金利を引き上げる一方で、低利の固定資金を供給し続けるという政策自体が矛盾していると言えなくもない。

今回の制度変更では、貸出金額に 50 兆円という上限も定めた。同オペの残高は約 25 兆円で、まだ余裕はあるものの、一連の措置により、日銀にとってはバランスシートがなし崩し的に拡大するのを防ぐことができ、当座預金残高の管理がより容易になるという利点もある。

８．次回は 12 月か

植田総裁は今後の利上げペースについて、「***3 ヵ月に 1 回とか何か特定のものを念頭に置いているかと言われればそれはない***」と述べたが、市場は日銀からの情報発信に基づいて概ね３ヵ月に一度のペースで利上げを実施していく可能性を織り込んでおり、日銀からも否定するような動きはない。筆者は今回の日米欧のいわゆる中銀ウィークの直前まで、９月の次は１月というタイミングをメインシナリオに置いていたが、米国もユーロ圏も年内に追加利上げの可能性が高まってきたなか、日銀が年明けまで利上げを先送りした場合のリスク、すなわち為替相場で大幅な円安が進むリスクが無視できなくなっている。現状では次回利上げは 12 月と考えているが、10 月に前倒しされる可能性も否定できない。来年前半には 2%に達する可能性が高く、その後はしばらく利上げの効果を見極める局面に移ると予想するが、中東情勢とそれをふまえた主要中銀の動き、為替相場の状況、審議委員の人選など不確実要因には事欠かない情勢である。

（図表 3）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備　考
23 年 4 月 28 日	持ち直している	→	
23 年 6 月 16 日	持ち直している	→	
23 年 7 月 28 日	緩やかに回復している	↑	1 年ぶりの上方修正
23 年 9 月 22 日	緩やかに回復している	→	
23 年 10 月 31 日	緩やかに回復している	→	
23 年 12 月 19 日	緩やかに回復している	→	
24 年 1 月 23 日	緩やかに回復している	→	
24 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	↓	22 年 3 月以来の下方修正
24 年 4 月 26 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 6 月 14 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 9 月 20 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 10 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24 年 12 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 1 月 24 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 5 月 1 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	

25 年 6 月 17 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 9 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 10 月 30 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25 年 12 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 1 月 23 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 3 月 19 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 4 月 28 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 6 月 16 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 7 月 31 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26 年 9 月 18 日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	21 会合連続で同じ表現

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表 4）個別項目の判断

項　目	2026 年 7 月（展望レポート）	2026 年 9 月（公表文）	方向性
海外経済	一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している	→
輸　出	基調としては横ばい圏内の動きを続けている	緩やかながらも増加に転じている	↑
鉱工業生産			
企業収益	グローバルな AI 関連需要の堅調な増加などを背景に、高水準で推移している	グローバルな AI 関連需要の堅調な増加などを背景に、高水準で推移している	→
設備投資	緩やかな増加傾向にある	建設コスト上昇の影響を受けつつも、緩やかな増加傾向にある	↘
雇用・所得環境	個人消費は、家計マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	個人消費は、家計マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	→
個人消費			→
住宅投資	減少傾向にある	減少傾向にある	→
公共投資	横ばい圏内の動きを続けている	横ばい圏内の動きを続けている	→
金融環境	緩和した状態にある	緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	緩やかに上昇している	緩やかに上昇している	→

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所　フェロー　チーフエコノミスト　小玉　祐一
電話番号：080-2298-8302
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411