2026. 10. 26

日銀が物価認識を転換か
～基調物価上昇率の「2%到達」が意味するもの～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **日銀は 10 月の決定会合で基調物価の 2%到達を判断する可能性がある。植田総裁は段階的に物価上振れリスクへの警戒を強めており、金融政策の重点が物価目標の実現から安定的な維持へ移る転換点となる**
- **2%到達なら緩和的な金融環境を維持する必要性は低下するが、中立金利が不透明なため、追加利上げのペースを早めることが必然になるわけではない。当面は 3 ヵ月に 1 度のペースを予想**
- **2%への到達判断の有無とともに、先行きの見通しがどう変化するのか、定例会見や展望レポートに新たな表現が加わるのかといった点が注目点となる。利上げ提案の有無や内閣府出席者の発言にも注目**

１．基調物価が 2%に達したと判断か

日銀が 10 月 29～30 日の金融政策決定会合で、基調的な物価上昇率[1]（以下、基調物価）が 2%に達したとの判断を示す可能性がある。日銀は従来、消費者物価上昇率が 2%を上回っていても、その背景には輸入物価や食料品価格の上昇など一時的な要因が含まれるとして、基調物価については 2%に向かう途上にあると説明してきた。

時期尚早ではないかとの印象を受けなくもないが、現実にこうした判断が示されるのであれば、日銀の金融政策運営にとって重要な転換点となる。おりしも、金融市場の動向や米国の政策姿勢を背景に、高市政権は従来のリフレ政策を修正する方向にある。こうした政治・金融環境の変化も、日銀が物価認識を転換するうえで追い風となっている可能性がある。

２．これまでの姿勢変化と整合性は取れている

年度初以降、植田総裁は段階的に基調物価に対する認識を変化させてきた。4 月 28 日の定例会見では、「***特に物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないよう十分に留意する必要があります***」と、物価の上振れリスクを下振れリスクより重視する姿勢を明確にした。7 月 31 日の定例会見では「***現状、基調的な物価上昇率が物価安定の目標である 2%に近づいていることを踏まえますと、これまで以上に、物価の上振れリスクを意識する必要があると考えています***」と、「これまで以上に」という表現を用いて物価上振れリスクへの警戒感を一段と強めた。

[1] 基調的な物価上昇率とは、一時的な価格変動の影響を除いた持続的な物価上昇率。日銀は各種物価指標のほか、賃金や予想物価上昇率などを総合的に勘案して判断しており、単一の統計指標で示されるものではない。

利上げを実施した前回９月 18 日の会合後の定例会見では、「***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***」と、「局面変化」という表現を用い、政策の狙いが基調物価の上昇から安定へ移りつつあることを示した。2%への到達宣言は、こうした認識変更の延長線上の判断としては整合性が取れている。

３．今後の利上げペースへの含意

基調物価の 2%到達が持つ最大の意味は、緩和的な金融環境を保つ必要性が大きく低下するということである。

ここまでの金融政策は、基調的な物価上昇率を 2%まで引き上げることを目的としていた。物価目標が未達である以上、緩和的な金融環境を保つことが前提になるが、目標達成が近づくなかで、金融緩和の度合いを徐々に縮小するというのがこれまでの金融政策だった。しかし、2%に到達したということであれば、これ以上物価上昇率を高める必要はなく、金融政策は達成した状態を維持するために行なっていくことになる。

とはいえ、基調物価の 2%到達が先行きの利上げ継続に直結するわけではない。足元の金融環境がなお緩和的かどうかは、中立金利の水準が不透明である以上判然としないためである。2%到達を認めることと、物価目標の持続的・安定的な達成を完全に確認すること、すなわち物価目標の達成を宣言することは厳密には区別する必要がある。

例えば、基調物価が 2%近辺に達し、今後も長期にわたって 2%程度で安定的に推移する可能性が高いということなら、物価目標は達成済みであり、政策金利は中立金利に近い水準にあると考えられる。この場合、利上げ局面が終了する可能性が高い。すなわち、1.25%という足元の政策金利がほぼ中立金利の水準である。1.25%－2.00%＝▲0.75%なので、日本の実質中立金利は 1%近いマイナスだったということになる。

これは、元米財務長官のローレンス・サマーズ氏がかつて、「長期停滞論[2]」で論じていた典型例が日本だったということが改めて明らかになるということである。黒田体制であれほど強力な金融緩和を実施しても、あまり景気に効いているように見えなかった理由もこれで説明できる。しかし、実質中立金利の水準は常に一定というわけではない。筆者は日本の実質中立金利はいまだにゼロ近辺か、小幅マイナスの可能性が高いと考えているものの、▲0.75%というマイナス幅は少し大きすぎるとの印象である。

最も可能性が高いのは、2%を超えてなお上振れるリスクが高いという直近の見通しが維持されるパターンである。これならすでに市場が織り込んでいるような３ヵ月に１度程度の継続的な利上げが続くということになるだろう。筆者は、こうした見通しが示される可能性を 7 割以上とみている。逆に、2%には到達したが、不安定で下振れリスクが捨てきれないといった言い回しであれば、イメージ的には従前の半年に１度程度の緩やかな利上げが想定される。

あるいは、「金融緩和の度合いを速やかに調整していく必要がある」等、より強い表現が展望レポートや植田総裁の会見で採用されるのであれば、毎回の決定会合での利上げが想定されるということになる。従って、今回の会合では、2%への到達判断の有無とともに、先行きの見通しがどう変化するのか、しないのか、先行きの見通しに新たな表現が加わるのかといった点が注目点となる。内容次第で、今後の舵取りへの含意は変わってくる。

４．利上げと同時実施が説明しやすいが

[2] 長期停滞論（Secular Stagnation）とは、人口高齢化や所得格差の拡大、投資需要の減少などにより、貯蓄が投資を慢性的に上回り、実質中立金利（景気を刺激も抑制もせず、経済が完全雇用に近い状態で物価の安定を維持できる実質金利）が著しく低下することで、金融緩和を行なっても需要不足が解消されず、低成長・低インフレが長期化するという説。1930 年代に米国の経済学者アルビン・ハンセンが提唱し、2013 年以降、元米財務長官のローレンス・サマーズが再提起した。

金融政策はすでに広く報じられているようにすえ置きが確実とみられる。為替相場もやや落ち着きを取り戻すなかで、2 会合連続の利上げが必要なほどの状況とは思えない。

一方で物価認識を変えるのであれば、当日の定例会見で、それならなぜ今回利上げしなかったのかとの質問が出るのは確実だろう。基調物価が 2%に到達した後は、利上げを見送る際の説明がこれまでよりも重要になる。従来は、基調的な物価上昇率が 2%に達していないことが、緩和的な金融環境を維持する理由となっていたためである。

また、この場合、市場は 12 月の利上げ予告と受け止める可能性が高いが、まだ 2 ヵ月近く先になることから、市場に織り込ませるタイミングとしては早すぎる感もある。この間に何か経済情勢に大きな変化が生じた場合、再度市場に違うメッセージを送る手間も生じる。

本来、利上げと同時に物価認識を変更する方が説明の一貫性を保ちやすく、市場やメディアの納得性も高いように思える。もし、植田総裁をはじめとする執行部が 12 月の利上げを想定しているのであれば、2%到達の判断も 12 月まで待てなかったのかという疑問は残る。

一方、物価認識の変更と利上げ判断を切り離すことによって、日銀は基調物価の 2%到達が機械的な追加利上げを意味するものではなく、その後の政策運営は先行きの経済・物価見通しやリスク評価に依存することを明確にできるという側面もある。定例会見ではこのあたりの真意も見極めたいところである。ほかには、タカ派の審議委員の利上げ提案の有無、日銀への圧力だとして前回波紋を呼んだ内閣府からの出席者のコメントの内容等が注目される。

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