

2026. 4. 30

【日銀金融政策決定会合（26年4月）】

利上げ継続に向けた強い意思を示す ～6月利上げが有力も景気下振れリスクは軽視できず～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 4月27日、28日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれたが、票決では利上げ支持が3人に増加。あとは正副総裁の執行部が利上げに票を投じれば過半数に達する情勢に
- 展望レポートでは、景気下振れリスクよりも物価上昇リスクを重視する姿勢を鮮明に。2026年度の景気は減速見通しも、植田総裁は「大きな下振れ」がなければ利上げは可能とのスタンスを示す
- 6月利上げが有力な情勢になってきたが、原油価格の高止まりが予想されることもあり、景気下振れリスクはなお軽視できず。6月会合における判断も引き続き微妙なものとなる可能性

1. すえ置き反対・利上げ支持票が3票に

4月27日、28日に開催された日銀金融政策決定会合では、事前に植田総裁がある程度示唆していた通り、金融政策はすえ置きとなった（「4/17付レポート「[日銀にとって動きにくい状況が続く](#)」参照）。昨年12月の決定会合で利上げを実施して以降、これで3会合連続のすえ置きとなる。ホルムズ海峡の実質的封鎖が長期化しており、原油価格が日本経済に及ぼす影響も見極め難い状況下、妥当な判断である。ただ、後述する展望レポートも、会合後の植田総裁の定例会見も予想以上にタカ派的で、次の利上げは近いとの印象を受けた。

植田総裁は会見で、「現状維持の基本的な理由を一言で申し上げれば、中心적인見通しの確度がかなり今回は低下した（下線部筆者、以下同様）」ためであるとした。「26年度を中心に経済は下振れリスク、物価は上振れリスクがそれぞれ大きくなっていて、現時点ではその持続性や両者の関係などについて評価は難しい状況」であることから、「経済・物価をめぐるリスクが変化していくかどうかといった点を、もう少し確認したい」とのことであった。それに要する時間については、「何ヵ月かかるかという点についてはいつも申し上げていることですが予断を持っておりません」と述べたものの、「ビハインドザカーブ（政策が後手に回る、筆者注）に陥ることがないように、様々なデータや情報を丁寧に点検しながら、次回以降の決定会合において適切に政策を判断していきたいと考えています」と、利上げが後手に回ることへの警戒感を示した。

ちなみに12月の利上げの際は、直前の講演で、次回の会合において「利上げの是非について、適切に判断したい」と述べたことが事実上の予告となった。今回は「以降」が入っているとはいえ、似たような言い回しであり、決断の時期はそう遠くないとのニュアンスが滲み出ている。

なお、今回の票決では中川委員が利上げ支持に回ったため、高田委員、田村委員に加え、すえ置き反対票が3票となった。植田総裁下の会合で3票の反対が出るのは初めてだが、会見では「これ自体は議長としては深刻に

受け止めないといけないと思っております」と述べる一方、「残りの6人について平均的なところを申し上げれば、やはり物価の上振れリスクは皆さん気にしていらっしゃいますが、現在ただちに利上げで対応するところまでの緊急度はない」との判断だったと述べた。しかし、情勢は変化しつつある。中川委員の任期は6月末までである。後任の佐藤綾野氏はリフレ派と目されている。中川委員は次回の会合には出席するが、余程大きな情勢変化がない限り、再び利上げに票を投じると考えられる。後は、基本的に1枚岩で行動する正副総裁の執行部3人が利上げに票を投じれば多数派になる。6月は執行部の判断一つで利上げができる大きなチャンスと植田総裁が考えていても不思議ではない。

2. 景気の現状判断は変わらず

足元の景気判断自体は横ばいである。景気判断は、「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、2024年3月以来、18回連続で同じ判断となった（図表1）。個別項目別の判断も3月からすべてが横ばいで（図表2）、原油高の影響はとりあえず足元の景気動向には影響を与えていないとの判断である。すでにエチレン設備の稼働率が統計開始以来の最低水準にまで下がるなど、鉱工業の生産活動に支障が出始めていることを考えれば違和感を覚える向きもあろうが、これはイラン攻撃後の景気動向を反映する3月以降のマクロ経済指標の大半が、会合時点では未発表であったことを反映している。

（図表1）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1月18日	持ち直している	→	
23年3月10日	持ち直している	→	
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	→	18回連続で同じ表現

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表 2) 個別項目の判断

項目	2026年3月(公表文)	2026年4月(展望レポート)	方向性
海外経済	各国の通商政策等の影響を受けて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	中東情勢の影響もあって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	基調としては横ばい圏内の動きを続けている	→
鉱工業生産			
企業収益	製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している	製造業において米国の関税政策による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している	→
設備投資	緩やかな増加傾向にある	緩やかな増加傾向にある	→
雇用・所得環境	個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、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、物価上昇の影響を受けつつも、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

この点、今朝(30日)に発表された3月の鉱工業生産は注目だったが、結果は前月比▲0.5%と、2ヵ月連続のマイナスだった。事前の市場予想は同+1.1%と、前月(同▲2.0%)の反動でプラス転換が予想されていた。無機・有機化学工業が、ポリエチレンや合成ゴムの生産が落ち込んだことで同▲8.6%の大幅マイナスとなったほか、石油・石炭製品工業もガソリンやナフサを中心に同▲7.7%のマイナスとなったことなどが足を引っ張った。一方、輸送機械工業(除.自動車工業)、生産用機械工業、電子部品・デバイス工業等が主たる押し上げ要因となっており、今のところ川中・川下産業への波及は限定的である。

輸送機械工業(除.自動車工業)については、振れの大きい航空機関連に押し上げられていることから、持続性には疑問符もつくが、製造工業生産予測指数が4、5月と2%台の伸びとなるなど、先行きの生産も大きな落ち込みは予想されていない。このままであれば6月の利上げはなんとか可能と考えられる。イラン情勢次第で今後さらに落ち込む可能性はあるが、もし景気判断を下方修正するなかで、利上げに踏み切るということになれば、異例な措置ということになる。後述するように、植田総裁は景気減速下でも利上げはありうるとの認識を示しているが、政府の説得には苦勞することになる。

3. 経済見通しは下方修正、物価は上方修正

今回の会合は展望レポートの発表回である。前回1月は、まだ米国のイラン攻撃前であり、書きぶりが大きく変わることは予想されていたが、内容的には前述のとおり予想以上にタカ派寄りに傾いたとの印象である。

今回は見通しの期間が1年延長されて2028年度末までとなった。経済見通しについては、1月は「緩やかな成長を続ける」とされていたが、今回、2026年度については「成長ペースは減速」、2027年度以降は「成長率を緩やかに高めていく」と波がつけられた。短期的には減速に向かうとの見通しで、個別項目別に見ると、輸出、

生産、企業収益、設備投資、名目賃金、個人消費、住宅投資が下方修正、公共投資と政府消費という公需関係のみが横ばいとなっている（図表3）。

（図表3）経済の先行き見通し

項目	1月展望レポート	4月展望レポート	方向性
全体	緩やかな成長を続ける	2026年度：成長ペースは減速する 2027年度以降：成長率を緩やかに高めていく	↓
輸出・生産	緩やかに回復していくと見込まれる	当面は横ばい圏内の動き	↓
企業収益	全体としては高水準が続き、その後は、内外需要の増加から増益基調が明確になっていくとみられる	高水準を維持しつつも、交易条件悪化の影響から減少するとみられる	↓
設備投資	増加傾向を続けると考えられる	増勢は鈍化すると見込まれる	↓
名目賃金	高めの伸びが続くと考えられる	現状程度の伸びが続くと見込まれる	↓
個人消費	当面は横ばい圏内の動きとなるものの、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる	横ばい圏内の動きになるとみられる	↓
住宅投資	当面は回復の動きが続くものの、その後は、住宅価格の上昇や人口動態等を反映して、緩やかな減少傾向をたどるとみられる	緩やかな減少傾向をたどるとみられる	↓
公共投資	横ばい圏内で推移	横ばい圏内で推移	→
政府消費	緩やかに増加していく	緩やかに増加していく	→

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

政策委員の大勢見通しで数字を確認すると、2026年度は1月の前年比+1.0%から同+0.5%へと大幅に下方修正された。2027年度も同+0.8%から同+0.7%へと小幅下方修正だが、2026年度との対比ではややプラス幅を拡大させる見通しである。新たに加わった2028年度は同+0.8%と引き続き緩やかな成長を続ける姿が示された。結局、筆者の予測と一致したのは2028年度だけで、特に2026年度の下方修正幅は予想以上だった（図表4）。

（図表4）展望レポートにおける見通し（政策委員の大勢見通しの中央値）

	前年比(%)	25年7月 展望レポート	25年10月 展望レポート	26年1月 展望レポート	26年4月 展望レポート	26年4月展 望レポート(当 社予想)
2026年度	実質GDP	0.7	0.7	1.0	0.5	0.8
	コアCPI	1.8	1.8	1.9	2.8	2.4
2027年度	実質GDP	1.0	1.0	0.8	0.7	1.0
	コアCPI	2.0	2.0	2.0	2.3	1.8
2028年度	実質GDP	-	-	-	0.8	0.8
	コアCPI	-	-	-	2.0	2.0

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

物価見通しについては、1月時点ではプラス幅を縮小するとされていた除く生鮮食品（コアCPI）の2026年度の伸びが前年比で+2.8%、2027年度は同+2.3%、2028年度は同+2.0%と、すべての年度で物価目標である2%を上回った。特に2026年度は1月時点の同+1.9%から+0.9%もの大幅上方修正となっており、これも予想以上だった。原油価格の上昇が主因なのは自明だが、除く生鮮・エネルギー（コアコアCPI）でも2026年度、2027年度と2年連続で同+2.6%という、2%台後半の伸びが続くと見通しである。この理由は植田総裁が会見で、「原油価格の高止まりはエネルギー価格だけでなく、幅広い財を中心に価格を上げる方向に作用します」と述べているとおりだろう。ただし、「原油価格上昇が波及して様々な財、場合によっては一部サービスの価格

が上がる、しかしそれは一時的なものであるという見方を反映したものでございます」とのことで、物価目標達成かどうかを判断するにあたり、より重要な基準となる基調物価については、「2%に近づいてきているけれども長い間2のところをずっと行ったり来たりしているわけではないという意味で完全にはアンカーされていない」と、まだ物価目標達成とは言えないとした。

達成の時期については、「2026年度後半から2027年度にかけて」というこれまでの見方を維持した。展望レポートにおける物価目標達成時期はだいたい「見通し期間の後半」というのが定番であり、見通し期間が延長されると平行移動で後ろ倒しするという修正を繰り返してきた経緯がある。今回は2028年度が新たに見通し期間に加わったにもかかわらず、達成時期を変えなかったことで、見通し期間の「中盤」に達成できるという自信を示す形となった。

4. 中東情勢のリスクを詳しく説明

見通しに関する主たるリスク要因は、1月の展望レポートでは「各国の通商政策」だったが、今回は「今後の中東情勢の展開」とされた。植田総裁によれば、「当面は今後の中東情勢の展開が、金融、為替市場や我が国の経済物価に及ぼす影響を特に注視する必要があります」とのことで、「こうしたことから、今回の展望レポートでは中東情勢を巡るリスクシナリオが顕在化した場合の経済・物価への影響について詳しく説明しています」と述べている。実際、1月は1回も出てこなかった「中東」という言葉が今回は26回も登場、基本的見解の分量も約2割増となるなど、中東リスクの説明に文字数を割いている。

「経済・物価のリスク要因」の章では、これまで経済・物価別に列挙していたリスク要因を、中東情勢を巡るリスクと、その他のリスクに分けて論じる形に変更したのが特徴である（図表5）。

（図表5）展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

		2025年10月	2026年1月			2026年4月
経済のリスク要因	第1	各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向	海外の経済・物価動向	中東情勢をめぐ るリスク	第1	交易条件の悪化などのマイナスの影響が想定以上に大きくなるリスク
	第2	輸入物価の動向	輸入物価の動向		第2	サプライチェーンの混乱が生産活動に大きな影響をもたらすリスク
	第3	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響			
物価のリスク要因	第1	企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響	企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響	その他のリスク要因	第1	AI関連需要を含む海外の経済・物価動向
	第2	今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及	今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及		第2	為替相場の変動が経済・物価に及ぼす影響
					第3	わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

中東情勢を巡る第1のリスクは交易条件の悪化で、これは原油価格が想定以上に高止まりした場合に、企業収益や家計の実質所得が大きく下振れることにより経済が減速、基調的な物価上昇率も下押す可能性を示している。一方、原油高は物価に対してはコストプッシュ的な上昇圧力としても働く。これが予想物価上昇率の上昇を通じて基調物価を押し上げる。特に最近では、企業の賃金・価格設定行動が積極化しているもとの、これまで以上に財・サービスの値上げに波及しやすくなっていることから、トータルでは物価上昇圧力が上回るとの説明である。

2番目は、サプライチェーンの混乱が企業の生産活動に大きな影響を与えるリスクである。物価に対しては、基調物価の下押し圧力になる一方、供給制約が顕在化することで押し上げ要因ともなる可能性がある、やはり上下両方向のリスクがあると述べている。

その他のリスク要因の1番目は、「AI 関連需要を含む海外の経済・物価動向」であり、今回初めて AI 関連のリスクが見出し部分に明示された。具体的には、「投資に見合った形で収益の拡大が実現しない場合には、資産価格の変動なども伴って、調整圧力が生じる可能性もある」と、いわゆる AI バブルの崩壊を意識した書きぶりとなっている。2番目は、従来から物価面のリスクとして挙げられている「為替相場の変動がわが国の経済・物価に及ぼす影響」である。3番目は、これまで経済面の第3のリスクとして挙げられていた、「わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響」である。

構成変更の意図はわかるが、書きぶりの連続性が失われたことで、日銀が重視するリスクの変更点の見極めが難しくなり、コミュニケーションツールとしての質がかえって低下したきらいもなくはない。構成が同じであればこそ、読み手は書きぶりの細かな変化から、日銀が考えるリスクの軽重の変化やニュアンスを読み取ることができる。中東リスクが後退したあかつきには、再び構成が変わることになる。個人的には従来と同じ構成で中東情勢の影響を盛り込んでほしかったところである。

5. ビハインドザカーブのリスクを意識

リスクバランスについて、展望レポートでは、「2026年度を中心に、経済の見通しについては下振れリスク、物価の見通しについては上振れリスクの方が大きい」とした。ただし、基調物価がアンカーされていないとはいえ2%に近付いているなかで、「企業の賃金・価格設定行動が積極化していることなどを踏まえると、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に、十分に留意する必要がある」と、物価上昇リスクをより重視していく姿勢を示した。

「大きく上振れ」、「十分に留意」はかなり強い表現だが、会見で意図を問われた植田総裁は、「インフレ率、特に基調的なインフレ率がはっきり2を超えて高まってしまふ、無視できない程度に高まってしまふことがありますと、それを下げるために強い引き締めをどこかでせざるを得なくなるという可能性が出てきますので、その場合は明らかに少なくとも可能性として、ターミナルレートが中立金利を上回ってしまうことがあり得ます。それに伴う経済のボラテリティの上昇ということに気がしないといけないというふうに思います」と、物価上昇に先回りして政策金利を引き上げる必要性を強調している。

6. 景気減速でも利上げは可能とのスタンス

こうしたリスクバランスを踏まえ、展望レポートの最後の今後の金融政策運営の章では、「経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」と、正常化路線を続ける方針を示した。3月までは「経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」とされていたが、「改善に」が消えたのと、情勢判断に「金融」が加わったのが主たる変更点である。

後者の変更の理由は、直前の金融面のリスクを述べるパラグラフで「今後の中東情勢の展開や、AI 関連投資の収益性、海外ノンバンク部門の動向等が、様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある（傍点部が変更部分）」と述べているとおりだろう。前者の理由について植田総裁は会見で、「大きな景気の下振れということにならない限り、物価が見通し通りのパスを描く、あるいは上振れリスクが顕在化するというようなときには利上げの可能性があるということでもあります。そういうことでもありますので、経済・物価の改善の度合いに応じてという表現が必ずしもなじまないかなということ、そこは削除ないし変更させていただいたということでございます」と述べている。事実、今回の展望レポートでは2026年度を景気減速との見通しに変更していることから、「改善」を利上げの条件にしてしまうと、2026年度中は利上げを実施しないとのフォワードガイダンスになってしまう。多少の景気の下振れであれば利上げはできるということで

あれば、ここは削除が必要だが、利上げ継続に向けたかなり強い意思表示といえる。

7. 6月利上げが有力だが

会見では、「**初期条件的な意味では、現実の政策金利が少なくとも中立金利を下回っているという初期条件はありますので、その点は注意しつつ政策運営をしていきたいと思えます**」と、現状の政策金利がなお緩和的な水準であることも、利上げの根拠になるとしている。筆者はこれまで、次なる利上げは10月をメインシナリオとしてきたが、これで6月会合における利上げがかなり有力になってきたのは否定できない。

ただ、決め打ちは危険であろう。植田総裁が述べている通り「大きな景気の下振れ」がないことが条件となるが、これまでのレポートでも述べてきたように、日本経済は下押し圧力には弱く、今後原油価格上昇の影響が予想以上に強く表れてくる可能性が残る(4/27付レポート「[戦闘終結でも残る景気下振れリスク](#)」等)。中東における戦闘が終結しても原油価格の高止まりが続くと広く予想されていることを考えれば、6月も引き続き微妙な判断となる可能性が高い。

6月15、16日に開催される次回会合までには、1-3月期GDP速報や、4月のマクロ経済指標、1-3月期の法人企業統計等、重要な判断材料の発表が続く。もし、決定会合における景気判断を下方修正するなかで、利上げを実施するという事になれば、過去にほぼ例がなく、市場とのコミュニケーションも難しくなることが予想される。政治サイドからの反発も大きくなりそうである。結局、景気判断の下方修正が必要ない程度の景気減速というレベル感でなければ、利上げは難しいとみるのが妥当だろう。

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