2026.11.2

【日銀金融政策決定会合（26年10月）】

日銀は金融政策の局面転換を明確化

～基調物価の2%到達を確認、追加利上げの基本路線を維持～

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 月の金融政策決定会合で政策金利をすえ置く一方、基調的な物価上昇率が 2%に達したと判断。金融政策は物価上昇率を引き上げる局面から、2%程度で安定させる局面へ移行した**
- **植田総裁は、物価目標の持続的・安定的な達成には至っていないとの認識。金融環境はなお緩和的だとし、追加利上げの基本路線を維持**
- **展望レポートでは AI 関連のリスク認識が厳しくなったほか、物価の上振れリスクを重視する姿勢をより鮮明に。今後も3ヵ月に1度程度の利上げを続け、2027年央までに政策金利は2%に達すると予想**

1．予想通りのすえ置き、基調物価は2%に到達

10月29、30日に開催された日銀金融政策決定会合では、事前に広く報道されていた通り、金融政策がすえ置かれる一方、一時的な価格変動の影響を除いた持続的な物価上昇率である「基調的な物価上昇率（以下、基調物価）」が2%に達したとの判断が示された。

展望レポートの「物価の中心的な見通し」で書きぶりを確認すると、「消費者物価の基調的な上昇率は2%の『物価安定の目標』と概ね整合的な水準となっており、先行きも同程度で推移すると考えられる。こうしたなか、今後は、『物価安定の目標』の持続的・安定的な実現という観点から、2%程度の水準での定着度合いを確認していくことが重要である」となっている。7月の展望レポートでは、「26年度後半から27年度にかけて『物価安定の目標』とおおむね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる」とされており、従来の見通しで想定していた最も早い時期に到達したことになる。

2．中立金利には達していないとの認識を示す

筆者は、10月26日付のレポート「日銀が物価認識を転換か」で、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と述べた。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。

中立金利の水準がはっきりしない以上、2%の到達が即利上げ継続を意味するわけではないが、植田総裁は定例会見で、「***金融環境は引き続き緩和した状態***」と、政策金利はまだ中立金利の水準に至っていないとの考えを示唆した。「***さまざまな物価上振れリスクにも留意が必要であることを踏まえますと、基調的な物価上昇率が2%を超えて上振れていくリスクがあることには十分な留意が必要***」で、「***今後はそうしたリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないよう、基調的な物価上昇率を2%程度の水準で安定させていくという観点がこれまでよりも重要になると考えています。このような意味で、政策の局面が変化していることを念頭に置きつつ、毎回の決定会合において経済、物価、金融情勢をしっかりと分析した上で議論してまいりたい***」と、利上げ継続の基本路線を維持する姿勢を示した。次回利上げ予告と言えるほどの強い言葉はなく、前回の会合までに用いていた言い回しが中心だが、市場はすでに3ヵ月に1度の利上げペースを織り込んでいることを考えれば、特に新たな表現は必要なく、市場の見通しを追認するには十分な表現と言える。

３．物価認識の変更と利上げが連動しない理由

筆者は、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はずで、2%到達の判断を12月まで待てない理由は何かとの疑問を持っていた。定例会見では予想通り、それではなぜ今回利上げしなかったのかという質問が出たが、植田総裁は、「***金融緩和度合いを調整するタイミングやペースですが、中東情勢、AI 関連需要、為替相場の変動などの影響を含め、経済物価の中心的な見通しが実現する確度やリスクを点検しながら検討していきます。これに関して、本日の決定会合では、経済物価をめぐるリスクや金融環境の動向などをもう少し見ていく必要があると判断し、金融市場調整方針を維持することが適当と判断しました***」と回答した。各種判断材料をもう少し見極めたいとの姿勢だが、日銀としては、物価認識の変更と利上げ判断を切り離すことによって、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面もある。また、今回はもともと利上げの予想されていない会合だったこともあり、会合後の円安進行を牽制する狙いもあって、2%への到達判断を先行させたという側面もあるかもしれない。

なお、今回高田委員は基調物価が物価安定の目標に達したなか、機動的な対応が可能となる中立金利に近づけるペースを早める新たな局面に入ったとして、政策金利を 1.5%程度に引き上げる議案を提出し、否決された。今回のすえ置き決定が全会一致だったら相場は円売りで反応したかもしれない。今回の高田委員の行動は、結果として12月利上げに向けた露払い的な投票行動になったとも言えるだろう。

４．物価目標はまだ未達

筆者は上記のレポートで、「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」とも述べた。今回植田総裁は、「***物価目標の達成という意味では、私ども2%を持続的安定的に実現するということが重要と考えていますので、そこにはまだ至っていないというふうに考えています***」と、物価目標はまだ達成していないとの認識を示した。もっとも、いずれ達成宣言を出すかとの質問に対しては、「***目標は 2%のインフレ率を持続的安定的に実現することですので、どこまでやっても十分ではないという面があるような気がいたします。大きなショックがあった場合にはいったんはずれると思いますけれども、なるべく早く戻す力が働くかどうか、そういう力が働くように金融政策を適切に運営しているかどうかということが持続的に求められるのが中央銀行であり、それがこの目標の意味するところだと思います。 従って、どんな状態であっても勝利宣言を出すというところにはなかなか至らないと思います***」と、達成宣言のようなものは出す予定はないとの認識を示した。ただ、今回はまだ達成に至っていないとの認識を示した以上、しばらくは折に触れ記者から同じ質問を繰り返し受けることにな

りそうである。勝利宣言のような形では出ないとしても、欧州中央銀行（ECB）の「Well positioned」に類似した表現が出てくるかどうかが一つのヒントとなるだろう。

５．AI 関連のリスク認識がより厳しく

展望レポートにおける成長率、CPI の見通しはいずれも微修正だった（図表 1)。本文では、「３．経済・物価のリスク要因」の章で、前回同様、短期のリスクとして 3 点挙げた後、最後に長い目で見たリスクを別枠で挙げた。

(図表1)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(%)	26年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(筆者予想)
2026年度	実質GDP	0.5	0.6	0.7	0.5
	コアCPI	2.8	2.5	2.5	2.6
2027年度	実質GDP	0.7	0.8	0.7	0.8
	コアCPI	2.3	2.4	2.6	2.5
2028年度	実質GDP	0.8	0.8	0.8	0.8
	コアCPI	2.0	2.0	2.0	2.0

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

7 月から大きめの変化があったのは第 2 の AI 関連のリスクで、前回の見出しは、「AI 関連需要を含む内外の経済・物価動向」として、AI 関連のリスクと、米欧の財政拡張的な動きがもたらすリスクや中国経済のリスクなどのリスクが同じ項目に入っていた。これに対し、今回の見出しは「AI 関連需要の動向」と AI 関連のリスクに絞られ、海外関連のリスクは、第 3 のリスクの次に、「このほか」のリスクのパラグラフを新たに設け、各国中銀の利上げの影響とともに含める形で記述上の優先順位を下げた（図表 2)。

（図表2）展望レポートにおける経済・物価のリスク要因

	2026年7月		2026年10月	
経済・物価のリスク要因	第1	**中東情勢がわが国経済・物価に及ぼす影響** ▪ 4月展望レポートで示した経済の大幅な下振れリスクは低下 ▪ 消費者物価の基調的な上昇率が2%を超えて上振れるリスク	第1	**中東情勢がわが国経済・物価に及ぼす影響** ▪ 調達コストの更なる上昇が経済・物価に及ぼす影響については引き続き注意が必要 ▪ 消費者物価の基調的な上昇率が2%を超えて上振れるリスク
	第2	**AI関連需要を含む内外の経済・物価動向** ▪ 旺盛な設備投資が世界経済を一段と押し上げる可能性がある一方、資産価格の変動を伴って調整圧力が生じる可能性 ▪ AI関連需要で価格上昇圧力が高まる可能性 ▪ 米欧等各国の財政拡張的な動きや中国経済の不確実性	第2	**AI関連需要の動向** ▪ 旺盛な設備投資が世界経済を一段と押し上げる可能性がある一方、資産価格の変動を伴って調整圧力が生じる可能性 ▪ AI関連需要で価格上昇圧力が高まる可能性
	第3	**為替相場の変動がわが国の経済・物価に及ぼす影響** ・ 企業の価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている	第3	**為替相場の変動がわが国の経済・物価に及ぼす影響** ・ 企業の価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている
			このほかのリスク	・主要中銀の利上げの影響 ・米欧等各国の財政拡張的な動きや中国経済の不確実性
	長い目で見たリスク	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	長い目で見たリスク	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

また、前回は第 2 のリスクで、「AI 関連需要拡大の好影響は、これまでのところ、IT 関連セクターの収益拡大や株価上昇に伴う資産効果などを中心に現れている面があるが、今後、AI の利活用による生産性向上などを通じて、その恩恵が幅広いセクターに広がるか、注意を払う必要がある」と、AI の好影響が広がる可能性に触れた一節があったが、今回はまるごと削除された。株価の調整を受けた変更とみられるが、結果として、AI 周りについては株価の調整や物価の押し上げ等、ネガティブな側面が強調される形になった。「やや長い目で見たリスク要因」には引き続き AI の好影響が広がる可能性に触れられているが、前回の展望レポート対比では、AI に対する態度が相対的に厳しくなった印象を受ける。

最後の「４．金融政策運営」の章では、第 2 の柱の重視すべきリスク部分で、「従来は、基調的な物価上昇率を 2%に向けて引き上げていく過程にあり、物価の下振れリスクに相応の注意を払うことが必要であったが、足

もとでは局面が変化しており、今後は、基調的な物価上昇率が 2%を超えて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る」とされた。2%を超えて上振れるリスクについては前回の展望レポートでも言及されていたが、今回は「物価の下振れリスクに相応の注意を払う必要」がなくなったとの認識を示すことで、より上振れリスクを重視する書きぶりに改められた。

６．ETF の売却ペースを見直し

今回の会合では、ETF の売却ペースが見直された。2027 年 1 月から、年間の売却ペースは簿価ベースでこれまでの 3,300 億円程度から 8,600 億円程度（時価で 2 兆 4,600 億円程度）へ、市場全体の売買代金に占める年間売却額（時価）の割合は 0.05%から 0.1%程度へと約 2 倍になる。これにより、売却完了までにかかる年数は約 112 年から約 43 年へと大幅に短縮する。依然として長い年月ではあるが、1 月の売却開始後、10 ヵ月で売却期間の半分以下への短縮を決定したことを考えれば、さらなる短縮の機会もあるだろう。

昨年 9 月に売却開始を発表した時もサプライズだったが、今回の変更もサプライズだった。ただ、昨年は株価が力強く上昇を続ける局面での発表だったが、今回は調整色を強めている局面での発表である点が異なる。1 年ごとの変更というタイミングにこだわるのであれば、次回 12 月会合では遅すぎるため今回の会合で決定する必要があったのは確かだが、昨年 9 月の ETF 売却開始発表時に植田総裁が述べた、「***特定の株価水準等を念頭においての判断ではございません***」との発言を意識した面もあるかもしれない。ここまでは市場に大きな影響を与えることなく円滑に売却を続けてきたことが自信につながっている面もあるとみられる。

ただ、残る期間の長さを考えれば、最後まで順風満帆で売却を終えられるとは考えにくく、さまざまなことが起きるだろう。日銀は「市場等の状況に応じ、上記の売却ペースの範囲内で、売却額の一時的な調整、停止を行うことができる」としているが、この一文が生きる局面がいずれ訪れると考えるのが自然である。

７．3 ヵ月に 1 度のペースでの利上げが続く

景気の現状判断は引き続き「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 年の 3 月以降、同じ表現が続いている（図表 3）。個別項目で判断を前進させたのは予想物価上昇率のみ（図表 4）、先行きの予想は輸出と名目賃金が上方修正された（図表 5）。

今回の会合における残された注目点は、6 営業日後の「主な意見」で明らかになる内閣府からの出席者からの発言だが、今回城内実経済財政政策担当大臣は欠席した模様であり、前回とは打って変わっておとなしいものとなる可能性が高い。高市政権誕生時には予測できなかったことだが、日銀は歴史的にも珍しいほど、政府からの圧力が限定的な環境下で、利上げサイクルを継続できることになりそうである。次回は 12 月で、その後も 3 ヵ月に 1 度のペースで利上げを続け、来年央までには 2%に到達する可能性が高い。筆者は実質中立金利を 0%前後とみており、そこで金融政策の正常化は概ね完了、しばらく様子見姿勢に入ると予想する。

（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 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	→	
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 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	→	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 9 月（公表文）	2026 年 10 月（展望レポート）	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	緩やかながらも増加に転じている	緩やかに増加している	→
企業収益	高水準で推移している	高水準で推移している	→
設備投資	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	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、物価上昇など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	2%程度となっている	↑

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

（図表 5）経済の先行き見通し（個別項目は 2026 年度の見通し）

項目	7 月展望レポート	10 月展望レポート	方向性
全　体	2026 年度：伸び率を縮小しつつも緩やかな成長を続ける 2027 年度以降：成長率を緩やかに高めて	2026 年度：伸び率を縮小しつつも緩やかな成長を続ける 2027 年度以降：成長率を緩やかに高めて	→

	いく	いく	
輸出	当面は横ばい圏内の動き	緩やかな増加を続ける	↑
企業収益	交易条件悪化の影響を受けつつも、AI 関連需要の強さなどを背景に高水準が続くとみられる	交易条件悪化の影響を受けつつも、AI 関連需要の強さなどを背景に高水準が続くとみられる	→
設備投資	緩やかな増加傾向が続くと考えられる	緩やかな増加傾向を維持すると考えられる	→
名目賃金	現状程度の伸びが続くと見込まれる	着実な増加が続くと見込まれる	↑
個人消費	横ばい圏内の動きになるとみられる	横ばい圏内の動きになるとみられる	→
住宅投資	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

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