2026.1.26

【日銀金融政策決定会合（26年1月）】

すえ置きも先行きの見通しは強気化

～為替相場の急変動で次なる一手の時期の予想は難しく～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **1月22、23日に開催された金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。前回利上げを実施した12月18、19日の会合からわずか一ヵ月のインターバルであり、大方の予想通りの結果**
- **もっとも、会合後に発表された展望レポートでは、先行きの見通しに関する日銀の強気姿勢が目立った。見通しどおりの推移となれば次回の利上げは遠くないが、米雇用市場の軟化も軽視できない**
- **為替介入に向けた動きがあり、このまま円売り圧力が和らぐのであれば、日銀が利上げを急ぐ理由は乏しいとみるが、相場の動きが激しさを増している折、次回利上げの時期を巡る不透明感は増している**

1．予想通りのすえ置き

1月22日、23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。利上げを実施した12月18,19日の前回会合からほぼ一ヵ月という短いインターバルであり、すえ置きは大方の予想通りの結果。もっとも、高田委員は、物価目標は概ね達成されているとして1.0%への利上げ案を提出、反対多数で否決された。

景気の現状判断は今回も、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」となった。これで16会合、まる2年にわたり同じ表現が続いている（図表1）。個別項目別の判断も、2回連続で全項目横ばいとなった（図表2）。

（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	→	16 会合（2 年分）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	2025 年 12 月	2026 年 1 月	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	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	→
輸出	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている	米国の関税引き上げの影響を受けつつも、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	→
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	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	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	減少している	減少している	→
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

２．先行きの見通しを上方修正

今回は展望レポートの発表月だが、目立ったのは先行きの見通しに関する日銀の強気姿勢である。これで 3 会合連続の上方修正となった（9 月：「成長ペースは鈍化する（公表文）」→10 月：「成長ペースは伸び悩む」（展望レポート）」→12 月：「成長ペースは緩やかなものにとどまる（公表文）」→1 月：「緩やかな成長を続ける（展望レポート」）。

扉のページの「概要」における先行きの見通しを示すパラグラフでは、「この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩む」との一節が削除され（公表文では 12 月に削除）、代わりに「この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持」との一節が復活した。

個別項目別の見通しは、展望レポートの回のみの記載になるが、図表 3 のとおり、こちらも上方修正が過半を

占める結果となった。

（図表 3）個別項目別の先行き見通し

項目	10 月展望レポート	1 月展望レポート	方向性
輸出・生産	弱めの動きになると見込まれる	緩やかに回復していくと見込まれる	↑
企業収益	高水準ながらも減少するとみられる	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	↑
設備投資	伸び率は鈍化すると見込まれる	増加傾向を続けると考えられる	↑
名目賃金	伸び率を幾分鈍化させつつも、増加を続ける可能性が高い	高めの伸びが続くと考えられる	↑
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	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	→
住宅投資	当面、減少基調をたどったあと、その後の回復ペースも緩やかなものにとどまるとみられる	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	↗
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

10 月の展望レポートと 1 月展望レポートとでは見通しの書き方に若干差異がある点には注意が必要かもしれない。10 月展望レポートでは見通しの時期を 2 段階に区切っており、「その後については～」で始まる後半はほとんどの項目で好転するとの見通しだった。今回の見通しは時期を区切っておらず、10 月時点の後半の見通しに近い。従って、「その後」が 3 ヵ月後を指すのであれば、単に時間の経過の反映であり、必ずしも見通しの上方修正とは言えないということになるが、さすがに 3 ヵ月では短すぎる。景気全体の見通しはこの間 2 回の上方修正を経ていること、概要の前回見通しとの比較のパラグラフでも、2025 年度と 2026 年度は上振れと述べていることから、個別項目別の見通しも素直に上方修正とみなすべきだろう。なお、政策委員の大勢見通しでは、2025 年度の実質 GDP 成長率が前年比＋0.7%から同＋0.9%へ、2026 年度が同＋0.7%から同＋1.0%へそれぞれ上方修正されている（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4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	26年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2025年度	実質GDP	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8
	コアCPI	2.2	2.7	2.7	2.7	2.8
2026年度	実質GDP	0.7	0.7	0.7	1.0	0.8
	コアCPI	1.7	1.8	1.8	1.9	1.6
2027年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0
	コアCPI	1.9	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

一方、物価見通しの前回展望レポートとの比較は、「概ね不変」である。食料品価格上昇の影響の減衰や、政府の物価高対策の効果で今年前半に上昇率が一時 2%を下回るとの見通しも維持された。会合後の植田総裁の定例会見によれば、「***ヘッドラインが 2%を切る時期については割とすぐ***」で、「***ここからしばらくヘッドラインのインフレ率ははっきりと低下を続ける可能性が高い***」が、「***これに対して基調的なインフレ率はゆっくりとですが上がり続けていく***」と、基調的なインフレ率は下がらないとした。金融政策運営は、「***基調的なインフレ率の動向により重きを置いて決定されていく***」とのことで、一時的な 2%割れは利上げ継続を妨げるものではないとの認識である。

また、展望レポートでは、「物価の基調を規定する主たる要因」として需給ギャップを挙げているが、先行きは「プラス幅を緩やかに拡大していく」との予想である。10 月時点では「現状程度で推移したあと、見通し期間終盤にかけて、再び改善していく」であり、こちらも上方修正である。以上のとおり、今回の展望レポートにおける先行きの見通しは明確にタカ派色を強めており、もしこのとおりの推移となれば、そう遠くない時期に次回の利上げが実施されることになりそうである。

３．下振れリスクも低下との判断

「経済・物価のリスク要因」の章では、経済の第 1 のリスクが、「海外の経済・物価動向」とされ、前回 10 月の「各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向」から、「各国の通商政策等の影響を受けた」の部分が取れる形となった。理由は本文で、「通商政策を巡る不確実性は低下」としているとおりだろう。他に印象的だったのは AI 関連の記述の増強で、10 月の「AI 関連については、グローバルな需要動向次第で、資産価格の変動なども伴って、世界経済の押し上げ・押し下げ双方の要因となりうる」から、「AI 関連については、グローバルに需要拡大が続いており、旺盛な設備投資が世界経済を押し上げる可能性がある一方、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」へと、より具体化かつ字数も増えた。7 月時点では記載すらなかったことを考えれば、日銀が今後 AI 関連分野を上下両方向のリスク要因としてより注視していく姿勢を示している。

（図表 5）展望レポートにおける経済･物価のリスク要因

＜経済のリスク要因＞

	2025 年 7 月	2025 年 10 月	2026 年 1 月
第 1	各国の通商政策等の動きやその影響を受けた海外の経済･物価動向	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
第 2	輸入物価の動向	輸入物価の動向	輸入物価の動向
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	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＞

	2025 年 7 月	2025 年 10 月	2026 年 1 月
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	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
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	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

（出所）日本銀行公表資料より明治安田総研作成

最後の金融政策運営の章で示される先行きの基本スタンスは変わらず、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、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、金融政策の正常化路線を維持する方針である。もっとも、10 月時点では、「そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている」との但し書きがついていたが、今回は削除された。この点も、日銀が先行きの見通しにより自信を深めて

いる様子を示している。植田総裁も会見で「***今回の展望レポートを 10 月の展望レポートと比べると（見通しの）確度は上がっているということだと思います***」と明言している。

４．為替相場が急変動

今回の展望レポートで示された先行きの見通しの上方修正は、日銀の次回利上げが近く、最速３月の決定会合もありうると感じさせるものである。もっとも、会合後の植田総裁の定例会見のトーンは、展望レポートほどタカ派的なものではなかった。もし、3 月利上げが頭の片隅にあったとしても、2 ヵ月先であり、それを示唆するには早いのは確かで、現時点では上下にバランスを取った内容にしておくのが無難かつ妥当だが、市場は円売りの好機と捉えたようで、為替相場ではまだ会見中の 16 時過ぎに一時 159 円/㌦台まで円安が進んだ。しかし、その後 157 円/㌦台まで急速に円高方向に戻す場面があった。

当局の円買い介入をうかがわせる動きである。現時点で真偽は不明だが、米国時間には米当局がレートチェック（為替介入の準備段階として、主要な金融機関に対し為替相場の水準を照会すること）を実施したと伝えられた。三村財務官は介入やレートチェックの有無は答えないとしているものの、日米当局が示し合わせて行動しているのは確実である。ベッセント米財務長官は20日、米国の長期金利の上昇について、「日本からの波及効果を分けて考えることは難しい」と述べていた。トランプ大統領が嫌うドル高への警戒感もさることながら、債券市場も含めた日本発の金融市場の混乱にかなり神経質になっている様子がうかがえる。

それにしても、米当局のこうした動きは珍しく、個人的には過去に記憶がない。本来、為替介入には否定的な立場の米国が、介入も辞さずとの姿勢を見せたことは、市場にとっては実弾介入に等しいインパクトだったと考えられる。週明け26日の午前の為替相場では一時153円/㌦台をつけるなど、さらにドル売り円買いが進んでいる。しかし、今後市場で日米当局の本気度を試す動きが再燃する可能性もあり、このまま円売り圧力が収束に向かうかどうかは予断を許さない。為替相場がいずれ再び 160 円/㌦台をめざすような展開となれば、直後の会合で日銀が追加利上げに動く可能性がぐっと高まるだろう。

一方で、米国の雇用情勢の下振れリスクも軽視できない。当研究所では、米国は年央までに2回の追加利下げを実施すると予想している（1 月 13 日付レポート、「労働市場は引き続き低調」参照）。また、植田総裁は、たとえ物価上昇率が 2%を下回っても、基調的な物価の上昇傾向は続くと説明したが、現実には物価目標の早期達成を疑う声が台頭する可能性も考えられる。円売り圧力さえ和らぐのであれば、先行き日銀が利上げを急ぐ理由は乏しくなると予想するが、相場の動きが激しさを増している折、次なる利上げの時期を巡る不透明感は増している。

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