



日銀の信認回復はまだ道半ば

タカ派的なシグナルが見られるも、依然として市場を覆う金融政策の先行き不透明感

フィンク直美／チーフ・グローバル・ストラテジスト

2026年4月28日

日銀は4月28日に開催した金融政策決定会合で、市場の予想通り政策金利を0.75%に据え置くことを賛成6、反対3で決定した。日銀の決定に先立ち、市場では日銀のインフレ対策の信頼性を疑問視する姿勢が強まるなか、円相場は1ドル＝160円前後で推移し、日本国債利回りは小幅に上昇していた。

日銀はインフレ見通しの中央値を1月時点の1.9%から2.8%へと大幅に上方修正し、また、反対票を投じた3名の委員もそれと整合的な主張を表明したものの、声明文や会合後の植田和男総裁の記者会見では、日本国内のインフレ上振れリスクに対応していくという日銀の強い決意を示すまでには至らなかった。当社が会合前に示した分析([増幅する日本のリスク:円安と交易条件ショック](#))のなかで指摘した懸念については、当初の声明文や「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」においてそれを和らげようとする姿勢が見られ始めた兆しはあった。しかし、金融政策に関する情報発信全体としては、円安と日本国債利回り上昇が相互を増幅し合う悪循環のリスクを排除できていない。インフレリスクが高まっているとする一方で、「失われた数十年」のデフレから経済が徐々に回復しているという1月時点の説明から一転し、日銀が経済成長率見通しを下方修正したことは一見矛盾しているように見える。また、日銀の展望レポートが比較的タカ派寄りのトーンであったが、それとは対照的に植田総裁が示したメッセージは引き続きデータ次第というものであった。

据え置き反対派:人数が増え、足並みが一致

日銀は金融政策に関するコミュニケーションが控え目なものとなりがちだが、審議委員の高田創氏、田村直樹氏、中川順子氏がいずれも同様の理由から1%への利上げを支持して反対票を投じるなど、明確にタカ派的なバイアスが加わったことは注目に値する。さらに、政策委員会内でも比較的タカ派的な見解を示す傾向にある高田氏は、日銀の物価安定目標が「概ね達成」されたとの評価を示したが、これも日銀としては珍しいことだった。もし反対票が少なかったなら、または主張にばらつきがあったなら、今回の声明文から読み取れる日銀のインフレ対策への決意に関するシグナルは、より弱いものとなっていたかもしれない。

展望レポート:「後手に回る」リスクを認識

日銀が発表した4月の展望レポートは、1月時点の見通しからの急激なシフトが進む可能性を示唆している。イラン紛争を受けた原油価格の上昇やそれに伴う景気への逆風を主な要因として、経済成長見通しは下方修正された。それでも日銀は、「企業部門で高水準の収益」に加え、「政府による各種施策や緩和的な金融環境などが経済を下支え」するため、「緩やかな」成長を続けると見込んでいる。

一方で、コアCPI(消費者物価指数)上昇率見通しについては、2026年の中央値が2%未満から日銀目標を明確に上回る「2%台後半」へと上方修正されたが、一時的な/コストプッシュ型の要因による影響が大きいとの見方が維持されている。しかし、



重要な点として、リスクとなっているのは外的なコストプッシュ型の要因だけではない。基調的な経済情勢や賃金・物価動向、日銀の長期的なリスク分析といった要因も影響している。

今回の展望レポート自体は全体として、インフレリスクの高まりを認識し、物価安定への取り組みにおいて後手に回ること避けたいという意向を示したものであると解釈できる。注目すべきは、日銀が「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」は維持されているとの評価の変更を示唆しなかった点である。一方、今後の見通しに関する文言のなかで、「とくに物価上昇率が大きく上振れていくリスク...に留意する」必要性が明確に示された。日銀は一連の利上げを確約するまでには至らなかったものの、そうしたトーンの変化自体は引き締めバイアスと整合的と捉えられたかもしれない。

交易条件ショックと円安のリスク増幅効果を認識

これまで指摘してきた通り、過渡期にある日本経済にとってのリスクは単なる原油価格の上昇にとどまらず、日本の交易条件ショックによって円安が増幅される点にもある。当社の懸念を裏付けるように、日銀の展望レポートでは「中東情勢」とそれが「わが国の交易条件の悪化につながり」、企業収益や家計の実質所得の両方に悪影響を及ぼす可能性が指摘されている。また、中東情勢の展開が「金融・為替市場やわが国の経済・物価」に影響を及ぼす可能性も認識されている。

今回の金利据え置きを外的環境の視点から分析してみると、展望レポートは少なくとも、日本の脆弱性の連鎖(エネルギーショックだけでなく、二次的影響にも脆弱であること)について、また、金融政策の制約が自ずと強まっていき、日銀のインフレ対策への信認が損なわれかねない事態を回避する必要性について認識したものであると解釈できるかもしれない。

図 1:連鎖する日本の脆弱性



出所:アモーヴァ・アセットマネジメント(イラン紛争ショック:リスクは市場が想定している以上に根深い可能性)

長期的な経済成長見通しは良好、リスクはインフレ方向

長期的には、日銀は経済成長率が 2026 年に一時的に潜在成長率程度(日銀の推計では 0.5%程度)まで低下したのち(ただし、予測中央値でみると潜在成長率は下回らない)、回復に転じて潜在成長率を上回っていく可能性が高いとみている。この見通しでは、最終的な「交易条件の改善」だけでなく、「貿易構造やサプライチェーンの変容に適合するための投資案件」といった構造的要因や、「デジタル化や人的資本投資の進展」を受けた資本ストックの「着実な増加」などを背景とした潜在成長率の上昇が指摘されている。

一方、4月の展望レポートでは、1月時点と比べて物価の「上振れリスク」への言及が増えた。さらに、「経済・物価のリスク要因」に関する議論では、中東情勢だけでなく、その他にも AI 関連需要、円安の波及効果、企業や家計による期待の変化などの要因が取り上げられている。これらを総合しても、リスクはインフレ上振れ方向に偏っている。日銀はデータ次第という姿勢を維持しているものの、展望レポートの内容は、進められている金融政策正常化の動きと整合的な見通しをより裏付けるものとなっている。

植田総裁のトーンはそれほどタカ派的ではない

会合後の記者会見における植田総裁の発言を以下に挙げる 5 つの基準に基づいて分析すると、声明文や展望レポートほどタカ派的ではないと見受けられる。

6 月利上げの可能性の後退:植田総裁は、経済に大幅な減速が見られない状態で物価の上振れリスクがより顕著となる場合には利上げに至ることもあり得るとした。一方、日銀の見通しの確度が高まることを引き続き重視しており、6 月までにはそうした状況に至らない可能性がある。

インフレに関する描写:展望レポートでは物価の上振れリスクへの言及が大幅に強まったが、植田総裁は、「基調的なインフレ率」が 2026 年度後半から 2027 年度にかけて日銀の 2%目標に達するという見通しに重点を置いた。さらに、植田総裁はインフレ上振れリスクを認めつつも、それが持続的なものではなく、条件付きかつ一時的なものであるとした。

反対意見の論理との整合度:植田総裁は、3 人の委員が反対票を投じたことを深刻に受け止めなければならないと認めつつも、先行き不透明感が強まっているなか現状の「判断が難しい」ことが反対につながったとするなど、あまり取り合わない姿勢であるように見受けられ、日銀の物価目標は概ね達成されたとする高田委員の意見には触れなかった。

成長下振れリスクとインフレ上振れリスクのバランス:植田総裁は経済成長の下振れリスクよりも物価の上振れリスクを重視し、インフレ対応において「後手に回る」ことを避ける決意も言明した。

政策反応関数の明確さ:これは展望レポートと植田総裁の発言との間で最も大きな隔たりがあった点かもしれない。展望レポートでは、インフレリスクをより注視する姿勢が明確に表れ、コアインフレ率見通しの中央値が日銀の物価目標を上回ったが、植田総裁は今後の見通しについて「リスクの顕在化」や「経済情勢に基づき」といった曖昧な表現を用いるにとどまり、次回利上げの可能性を測ることができる具体的かつ観察可能な条件などを示さなかった。

まとめ:信認の低下は、主導権が市場側にあることを意味

以上をまとめると、日銀の声明文は 6 月利上げの可能性を残す内容だったが、植田総裁の記者会見での発言はそうした期待を後押しするものではなかった。今後の金融引き締めに関する明確なガイダンスが示されないなか、当面は日銀の信認をめぐる問題が市場の手に委ねられているように見受けられる。利上げのシグナルが明確に示される場合とは対照的に、日銀の決意が試される状況は続く可能性がある。よって、円安が日本の交易条件の悪化を増幅するリスクはそれほど低減されておらず、円安と日本国債利回り上昇が相互を増幅し合う悪循環に陥る可能性は排除されていない。

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。