ご参考資料

2026.9.24

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
シニア・ストラテジスト



日銀9月会合：タカ派的利上げペースに円安で反応

日銀は9月会合で無担保コール翌日物金利を0.25%引き上げ1.25%としたが、2名の反対票やタカ派色の乏しさから、市場は円安で反応した。ただ日銀は26年度後半以降に物価上昇率が2%超へ上振れするリスクを認識し、利上げ継続の可能性は示唆している。日銀は今後、政策金利がなお緩和的かどうかの判断を迫られ、長期金利、銀行貸出、資産市場を含め金融環境の緩和度合いを注視しそうだ。

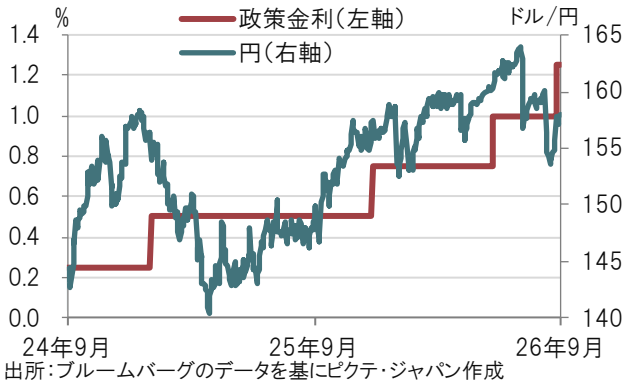
■ 日銀、9月の金融政策決定会合で市場予想通り利上げを決定した

日銀は9月17日-18日に開催した金融政策決定会合（会合）で、大方の市場予想通り、政策金利である無担保コール翌日物レートの誘導目標を0.25%引き上げた（図表1参照）。この結果、政策金利は1.25%となった。

投票は賛成7に対し反対2だった。反対票を投じた浅田審議委員は、足もとの消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率が2%を下回るなか、経済の状況が必ずしも強いとはいえないことを反対理由とした。反対票を投じたもう一人の佐藤審議委員は、経済・物価情勢が、現時点ではこれまでに比べ大きく加速していないと考えられるタイミングでの利上げは適切でないことを反対の理由とした。

図表1：日本の政策金利と円（対ドル）レートの推移

日次、期間：2024年9月24日～2026年9月24日（日本時間正午）



出所：ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

■ 物価上振れリスク要因として、中東情勢、AI需要、円安を指摘した

9月会合後の市場の反応を為替（ドル円）の動きで振り返ると、円安・ドル高で反応し、想定したほどタカ派（金融引き締めを選好）寄りではなかったとの受け止めだった。なお、円安進行は、最初に「金融市場調節方針の変更について」など一連の資料が発表された後（18日正午頃）と、植田総裁の会見終了後に見られた。今会合での利上げは、前回利上げした6月会合（7月会合は据え置き）から3ヵ月しかたっていない。従来の概ね半年に1度というペースに比べタカ派的ではある。しかし、市場は今回の利上げを事前に織り込んでおり、ペースを速めただけでは不十分だったようだ。

まず、発表資料の中でタカ派とみなされなかった要因を取り上げると、高市政権が任命した2名の審議委員が反対票を投じたことが挙げられる。米連邦準備制度理事会（FRB）が9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で全会一致により利上げを決めたことに比べ、背景が異なるとしても、タカ派度合いが弱い印象に見えてしまったようだ。

また、タカ派の審議委員から0.5%のような大幅な利上げ幅は提案されなかった。もっとも、タカ派の高田、田村両審議委員は物価の見通しに反対票を投じた。日本のインフレ率は（基調的物価上昇率も含め）物価安定の目標にそれぞれ達する水

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

準、または概ね整合的な水準とした。他の日銀メンバーの物価認識とみられる26年度後半から27年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準になるとの見方とは一線を画している。両審議委員のタカ派姿勢には今後も注目したい。

日銀が公表した「経済・物価の現状と見通し」などに示された物価認識では、賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続くもとで、原油価格上昇、グローバルなAI関連需要、円安が物価を押し上げ26年度後半以降に2%を上回る（見通し期間後半、原油高の影響が減衰し物価も鈍化）との見通しが示された。また、上振れリスク要因として、中東情勢、AI需要、円安に注意が必要と述べている。

このような中、基調的な物価上昇率は（賃金・価格設定行動の積極化や期待インフレ率の上昇を踏まえると）「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスクがあると指摘している。この指摘そのものはタカ派的だが、基調的物価の上振れリスクやその要因（AI需要など）は展望レポート（7月）などで既に指摘されていた。タカ派化の新たな材料に注意を払っていた市場からすると物足りず、ハト派（金融緩和を選好）寄りと映ったのかもしれない。

■ 植田総裁会見は、先行してタカ派に傾いた市場の見方を上回らなかった

植田総裁の会見後も、過去にあった過度なものではないものの、円安が進行した。植田総裁は利上げ継続を示唆しており、会見がハト派的であったわけではない。利上げの道筋については物価情勢次第で様々な可能性があるとして、10月会合での連続利上げや、0.5%幅などの大幅な利上げに含みを残し、完全に否定したわけではない。また、「毎回の決定会合で政策を評価」するとして、次回はライブであることを示唆した。

しかし、会見の中で連続や大幅な利上げが必要となるのは、一般論としてインフレが物価目標を上回る場合の手段であることを示唆した。また、利上げ前に使われる「次回の会合で利上げの是非を検討」のような発言は当然ながらなかった。さらに、特定の利上げ間隔も示唆しなかった。追加利上げは12月会合のように特定せず、毎回の会合をライブとしただけでは、さらなるタカ派化への期待が先走る市場の見方を上回る内容ではなかった。

植田総裁の発言の中で、「政策の局面が変化した」との発言も注目された。基調的物価が2%を下回っていた局面では政策金利を引き上げる政策運営から、基調物価を2%程度で安定させていく政策運営へと変化したことを述べたものだ。ただし、足元では物価の上振れリスクがあることから、政策運営は引き続き利上げ姿勢となり、結果として、何ら変化がないようにも映る。

ただし、筆者の見解では局面変化により、将来的には政策運営に変化があるように思われる。同様の発言は10日、増審議委員の福井での、「上下両睨みで機動的な施策が行える体制」発言にみられる。政策金利を（基調的物価の上昇とともに）中立金利の領域に引き上げた後は、基調的物価を安定させる上下対称の政策運営に長期的にシフトさせてゆく方針を示唆したようだ。なお、注意したいのは中立金利で、日銀はその推定値の範囲を1.1%～2.5%としている。しかし、中立金利の範囲は1.4%と幅広いうえ、上限（2.5%）、下限（1.1%）の推定にも幅があることだ。今回の利上げで政策金利が1.25%となり形式上は中立金利の範囲となった。しかし、政策金利が緩和的でないと言い切れるかには慎重な判断が求められる。

今後は政策金利の水準だけでなく、金融環境が緩和的かどうかにも注目すべきと筆者は考えている。日銀は過去において金融政策の方針として、低い実質金利を正常化させてきた。しかし、これを緩和的な金融環境に置き換え、金融環境の緩和度合いを測りながら、引き締めを続けてゆくとした。この微妙な変化に注意した。なお、植田総裁は会見で金融環境を、長期金利、銀行貸出、資産市場から見ていると説明した。とくに後者の2つがまだ少し緩和的と指摘している。これらの指標に対する注目度を高める必要がありそうだ。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

(1)投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様の投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
(2)また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2026年6月30日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。
(1)お申込時に直接ご負担いただく費用:申込手数料　上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
(2)ご解約時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保額　上限0.3%
(3)投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬　上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
(4)その他費用・手数料等:監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》
上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。■当資料に掲載されている内容に関する著作権その他の知的財産権は、原則として、当社、ピクテ・グループまたは正当な権利者に帰属します。無断での使用、複製、転載、改変、翻訳、配布等は禁止されています。マーケット・データのご利用に関する詳細は、当社ウェブサイト「会社情報」の「運用・方針等」内の「マーケット・データ利用規約」をご参照ください。

ピクテ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第380号
加入協会:一般社団法人資産運用業協会　日本証券業協会