

日銀の今回の利上げの背景と今後の行方を考察する

Japan Bond View | 2024 年 8 月 1 日

著者

丸山 誠二

取締役投資運用本部長兼
CIO 兼債券運用部長、
チーフ・ファンド・マネジャー

7 月 31 日、日銀は金融政策決定会合で、**政策金利を 0～0.1%程度から 0.25%程度へ引き上げるとともに、6 月決定会合で予告の通り、国債購入の減額計画を公表した。**

今回のレポートでは、今回の政策金利の引き上げと国債購入減額の背景を整理し、今後の利上げや国内債券市場への影響について考察する。

決定会合の主な内容と背景

① 今回の政策金利の引き上げに関して

- 0.25%程度への政策金利の引き上げは、**経済物価が日銀の見通し通りに推移していること、賃上げの動きに拡がりが見られることが理由**だ。日銀は展望レポートの見通し期間後半、すなわち 2025 年度後半から 2026 年度にかけて物価安定目標が達成される見通しを維持している。加えて**物価のリスクバランス**について、2024 年度と 2025 年度は**上振れリスクが大きい**としたことも背景と思われる。企業の賃金・価格設定行動が積極化しているとの認識を示した上で、**既往の円安が物価に影響を及ぼしやすくなっている**との判断があるようだ。

② 国債購入の減額に関して

- 国債の買入れは、現在の月間約 5.7 兆円から**四半期ごとに 4 千億円減額**し、2026 年 1－3 月期には**月間約 2.9 兆円へ減額する道筋**が示された。その間の保有国債償還額が購入額を上回るため、**日銀の国債保有残高は現在の 590 兆円から 540 兆円程度へ減少**することになる。**減額の幅、ペースともに市場のコンセンサス通り**であった。また 2025 年 6 月に中間評価を行い、2026 年 4 月以降の買入れについて検討、公表することも同時に示された。

市場の反応について

市場の反応は複雑であった。市場は、今会合での利上げを完全に織り込んでいた状況はなく、**利上げ観測報道に金利は上昇して始まったが、政策公表直後の市場の反応は金利低下**であった。**国債購入の減額はコンセンサス通り**であったが、リスクはより積極的な減額と考えていたのかもしれない。ただし、**買戻し一巡後は再度金利上昇**に転じた。展望レ

ポートの金融政策運営に「引き続き政策金利を引き上げ」とのタカ派的文言が追加された一方で、「内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い」、「当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」などのハト派的文言が削除されたことで、**より積極的な利上げを織り込む動き**だったと思われる。

今後の展開

① 今後の利上げに関して

- 日銀の見通し通り 2025 年度後半から 2026 年度にかけて物価安定目標が達成されるとすれば、**日銀は緩和的な金融環境を中立的な金融環境に修正**することになる。
- 政策修正のペースについては、植田総裁も言及されている通り、中立的な金融環境に対応する政策金利水準が不透明なので、徐々に、様子を見ながら行われると思われる。一方、今決定会合で、前述の通り、金融政策運営方針はタカ派方向に修正された。中立金利水準に不確実性があるとしても、物価が上振れるリスクを考慮すると、**過度に緩和的な部分については、爾々と緩和度合いを修正する方針であると思われる。**
- 明らかに弱い個人消費について「物価上昇の影響などがみられるものの、底堅く推移している」と評価している点については引き続き違和感が残るが、「不確実性が引き続き高い」との文言が金融政策運営から削除されたように、個人消費の回復に確信があることや、リスクバランスアプローチの観点からの判断だろう。**次回利上げは、これまで市場が想定していた半年後よりも早いかもしれない。**

② 国債購入減額の影響

- 国債購入減額の影響は軽微だと考える。日銀は国債発行額の 50%以上を保有しており、そのことがストック効果として 10 年国債利回りをそうでない場合に比べ 100bps 程度押し下げている。**2 年弱で 7~8%の保有減であれば、減額の満期構成にもよるが 10bps 程度の影響に止まるのではないか。**

3 月に金融政策の枠組みを変更したことで日銀の政策反応関数は分かりやすくなった。目先は、既往の輸入物価上昇および足元の賃金上昇が、**どの程度小売価格に転嫁されるのか注目**される。その先は来年の春闘が焦点だ。**春闘で今年に近い賃上げが実現すれば、中立金利への利上げが見えてくると考えている。**

本資料に関するご留意点

本資料は PGIM ジャパン株式会社の債券運用部が執筆したものです。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIM 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 392 号

加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

3761573-20240801