

2024 年 7 月 31 日

特別勘定運用部

日銀は 0.25% への利上げを決定

- ◇ 日銀は 7 月 30・31 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利（無担保コールレート（オーバーナイト物））を 0.25% に引き上げることを決定するとともに、2 年後に国債買入額を月額 3 兆円程度に減額する計画を公表しました。
- ◇ 公表された声明文や、会合後の植田総裁の記者会見では、経済・物価の見通しが想定通りに実現する場合には引き続き政策金利を引き上げる方針が示されました。
- ◇ 今後は日銀の利上げペース等に注目が集まるものと考えられます。足元では物価の上振れリスクが高まっていることなどから、年後半にも追加利上げが実施される可能性も想定され、国内金利は上昇しやすい環境にあると考えられるものの、市場では中長期的な利上げは一定程度織り込みが進んでいることなどから、上昇ペースは緩やかとなるものと考えられます。

【日銀は 0.25% への利上げを決定し、2 年後に向けて国債買入の月額 3 兆円程度への減額計画を公表】

- ・日銀は 7 月 30・31 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利を 0.25% に引き上げることを決定するとともに、2 年後に国債買入額を月額 3 兆円程度に減額する計画を公表しました。

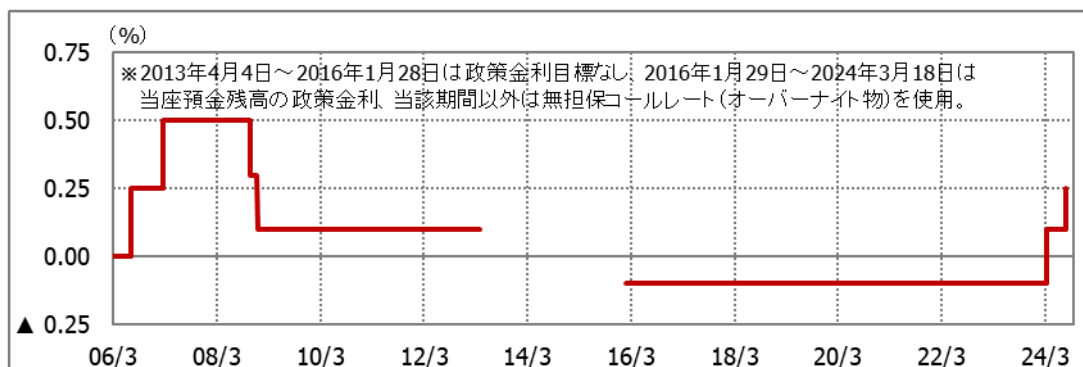
① 政策金利

- 日銀は、「0～0.1% 程度」としていた政策金利を「0.25%」に引き上げました。

② 国債買入減額計画

- 日銀は、現在月額 6 兆円程度実施している国債買入を、原則として、毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1-3 月に月額 3 兆円程度とする計画を決定しました。
- 2025 年 6 月の金融政策決定会合で、国債買入減額計画の中間評価を実施するとしました。中間評価においては、今回公表された減額計画の維持を基本とし、国債市場の動向や機能度を点検したうえで、必要と判断すれば適宜修正を加えるものとされ、同時に 2026 年 4 月以降の国債買入方針について検討し、結果を示すこととされました。
- また長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に買入額の増額や指値オペ等を実施するものとし、必要な場合には減額計画を見直す可能性があるものとしました。

(図表 1) 政策金利の推移



(出所) Bloomberg

(図表 2) 国内 10 年国債利回りの推移



(出所) Bloomberg

【政策変更の背景と今後の政策見通し】

- 公表された声明文では、国内経済・物価は日銀の見通しに概ね沿って推移しているものとされ、賃金面では「賃上げの動きに広がり」がみられていることや、物価面では「賃金の上昇を販売価格に反映する動きが強まってきており、サービス価格の緩やかな上昇が続いている」ことなどが指摘されたほか、輸入物価の上昇による物価上振れリスクへの警戒感も示され、今回「金融緩和の度合いを調整することが適切であると判断した」とされました。
- また植田総裁は記者会見で「実質金利は大きなマイナスであり、今回の利上げが景気に強いブレーキをかけるものではない」とし、また「中長期的に、先に慌てて利上げを実施すると、急激な調整が強いられるリスクもある」ことなども考慮のうえ今回追加利上げを決定したとの認識を示しました。
- 公表された展望レポートにおける経済・物価見通しは、4月から概ね据え置きとなりました。経済見通しについては、「前年度の統計改定の影響等」により、2024年度は前回比で引き下げられたものの、2025年以降は据え置きとなりました。コアインフレ（消費者物価指数（除く生鮮食品））見通しについては、「政府の施策がエネルギー価格を押し下げること主因」として、2024年度は前回比で引き下げられたものの、2025年度は当該施策による反動により上方修正され、「見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」とされました。
- 今後の政策運営について、日銀は声明文で、「政策金利の変更後も、実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持される」として引き締め余地があるものと示唆し、上記展望レポートの見通しが実現する場合には「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」として、継続的に利上げを実施する方針を示しました。

(図表 3) 2024 年 7 月の展望レポート(政策委員見通しの中央値)

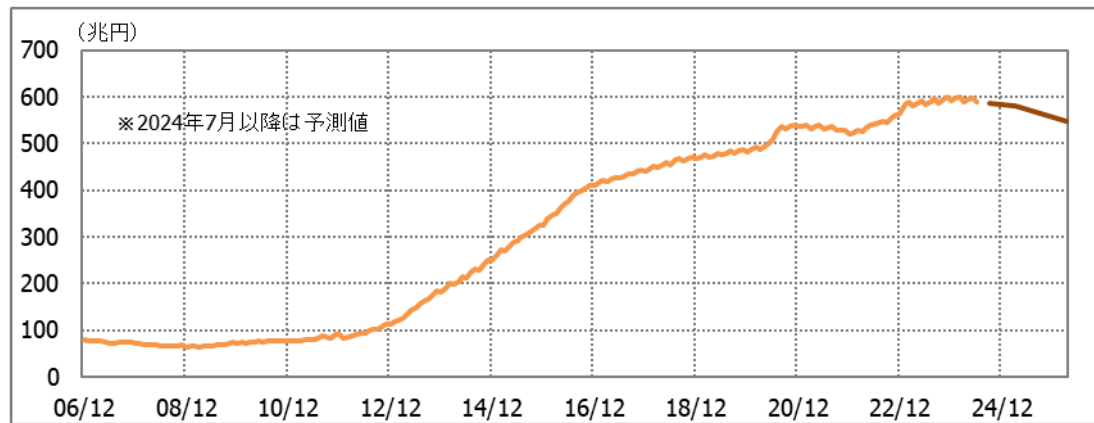
	2024年度			2025年度			2026年度		
	7月時点	4月時点	変化	7月時点	4月時点	変化	7月時点	4月時点	変化
実質GDP成長率	0.6%	0.8%	▲0.2%	1.0%	1.0%	±0.0%	1.0%	1.0%	±0.0%
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	2.5%	2.8%	▲0.3%	2.1%	1.9%	+0.2%	1.9%	1.9%	±0.0%
消費者物価指数 (除く生鮮食品、エネルギー)	1.9%	1.9%	±0.0%	1.9%	1.9%	±0.0%	2.1%	2.1%	±0.0%

(出所) 日銀

【今後の見通し】

- ・日銀の国債買入減額に伴い、日銀保有国債残高は減少するものの、減少ペースは緩やかにとどまり、2026年3月末時点では依然として500兆円超の規模と予想され、新型コロナウイルスの感染拡大前の水準を上回るものと見込まれます。
- ・また日銀の国債買入減額はすでに市場で一定程度織り込みが進んでいたことなどから、国債買入減額を巡る不確実性の高まりによる金利上昇圧力は限定的と考えられ、今後は日銀の利上げペースやターミナルレートの議論に注目が集まるものと考えられます。

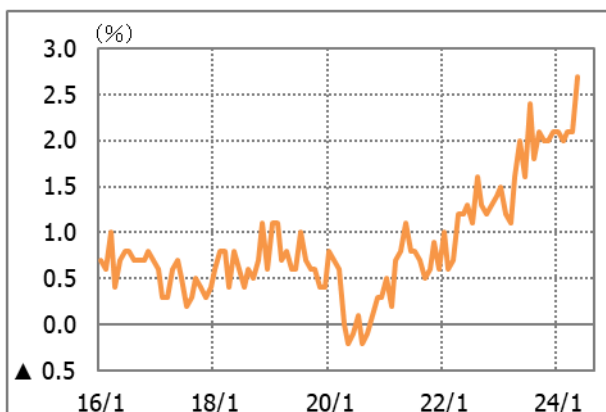
（図表 4）日銀・国債保有残高の推移



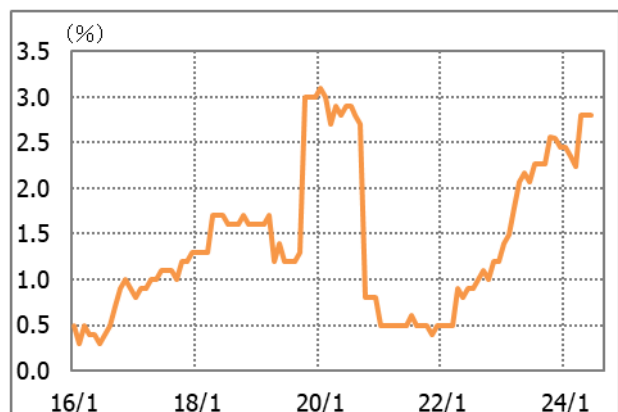
（出所）Bloomberg、日銀

- ・今後の利上げプロセスに関して、植田総裁は記者会見で「経済物価情勢が見通し通りに推移すれば、引き続き政策金利を引き上げていく」との方針を維持しつつ、年内利上げの可能性についても否定しませんでした。
- ・足元では、日銀が2%の「物価安定の目標」の実現のために重視している「賃金と物価の好循環」は着実に実現しつつあるものと考えられる状況にあり、また公表された展望レポートにおいても「物価の見通しについては、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい」とされています。
- ・2024年度の春闘賃上げ率は、全体で5.10%となり、33年ぶりの高水準となったほか、中小企業においても4.45%と高水準の結果となりました。直近で公表された毎月勤労統計・所定内給与の伸び率も大きく拡大しており、春闘の結果が徐々に反映されつつある状況です。また所定内給与との相関が高い企業向けサービス価格（高人件費率サービス）は足元では高水準まで上昇しており、賃金上昇は企業向けサービス価格にも着実に転嫁されているものと考えられます。
- ・上記環境下、今後、賃金上昇圧力の高まりや、販売価格に賃金を反映する動きの強まりなどを背景に、物価上昇圧力がさらに高まる可能性には注意が必要だと考えられます。

（図表 5）所定内給与（一般）（共通事業所ベース）（前年比）の推移



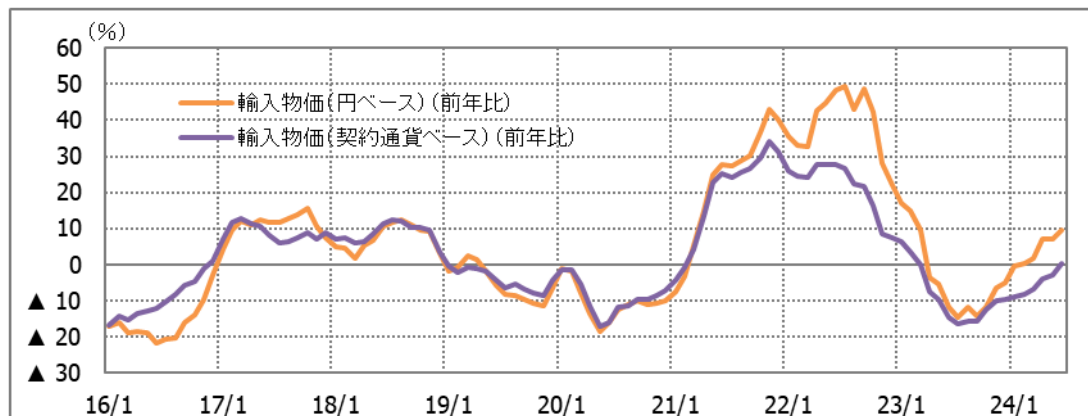
（図表 6）企業向けサービス価格（高人件費率サービス）（前年比）の推移



（出所）Bloomberg、日銀

- また、これまで前年比マイナスが続いていた契約通貨ベースの輸入物価は足元でプラスに転じているほか、円安進行等を背景に円ベースの輸入物価上昇率は高水準まで上昇しており、物価上昇圧力が高まっている状況です。こうしたなか、声明文において「輸入物価は再び上昇に転じており、先行き、物価が上振れするリスクには注意する必要がある」と示され、また植田総裁も記者会見において「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」と発言しており、今後為替市場で円安基調が強まる場合には追加利上げ時期に影響を及ぼすものと考えられます。

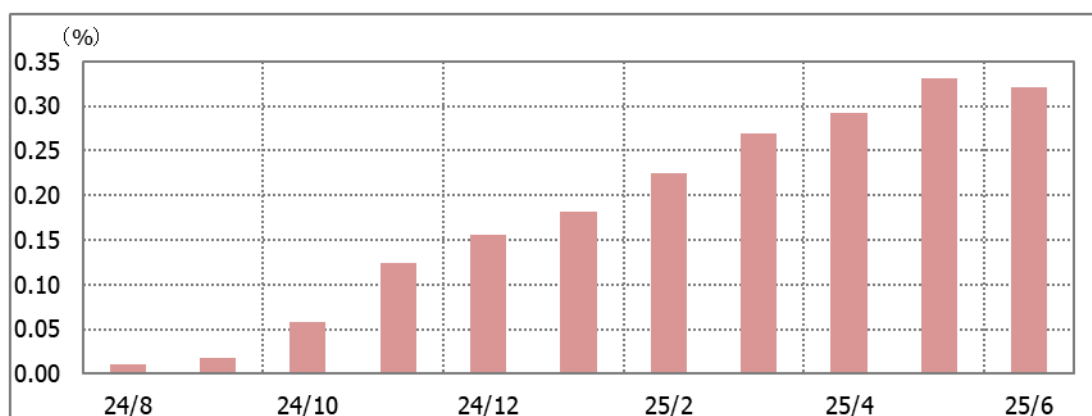
(図表 7) 輸入物価(前年比)の推移



(出所) 日銀

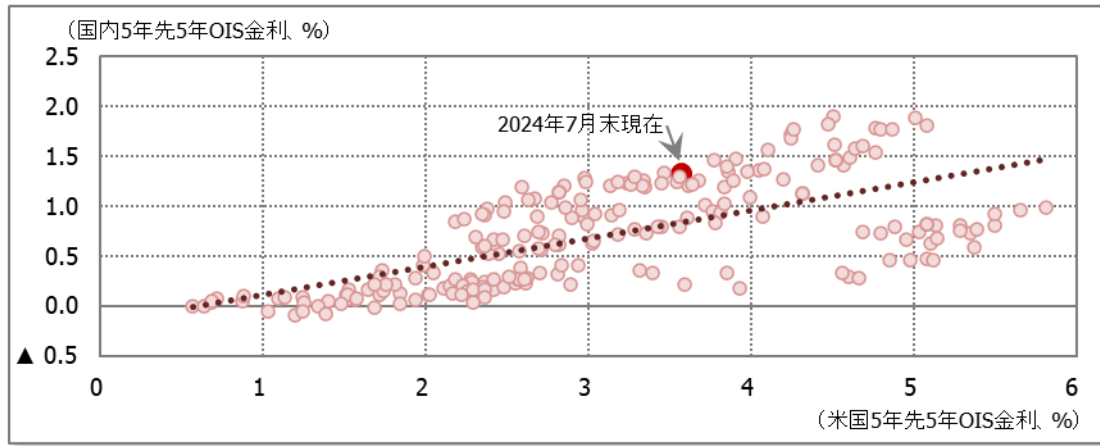
- 上記環境下、日銀は緩やかながらも着実に利上げを継続するものと考えられ、早ければ年後半にも追加利上げを実施する可能性も想定されます。しかしながら、市場で織り込まれている利上げペースは緩やかなものにとどまっており、足元で織り込まれている次回利上げ(利上げ幅は+0.25%と想定)は2025年初となっていることなどから、今後利上げ観測の高まりなどを背景に、国内金利は上昇する展開も想定されます。
- また、ターミナルレートについて、植田総裁は「中立金利は不確実性があるとの認識は不変」、「今回の利上げの影響を見つつ、歩きながら考える」と発言し、具体的な見通しは示されなかったものの、今回の利上げは「中立金利の不確実な範囲よりかなり下のなかでの調整」とし、過去2回の利上げ局面において上限となった0.5%という水準についても「特に意識していない」と発言しており、さらなる利上げ余地があるものとし唆されました。
- しかしながら、市場における長期的な政策金利期待を示す5年先5年OIS金利についてみると、足元の日本の5年先5年OIS金利は約1.3%程度となっており、過去の米国の5年先5年OIS金利の水準との連動性に基づけば上昇余地は限定的とも考えられます。またFRBは9月にも利下げを開始するものと予想されるほか、ECBはすでに利下げプロセスを開始しており、海外金利は今後低下局面に入るものと見込まれることなどから、国内金利の上昇ペースは緩やかとなるものと考えられます。

(図表 8) 市場で織り込まれている累積利上げ幅(2024年7月31日現在)



(出所) Bloomberg

(图表 9) 日本・米国 5 年先 5 年 OIS 金利



(出所) Bloomberg

以上