2025. 6. 18

【日銀金融政策決定会合（25 年 6 月）】

植田総裁は早期に動かない姿勢を示す

～国債買い入れ減額方針は市場の安定性を重視～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **6 月 16，17 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。経済・物価の見通しは前回の会合から変わらず、金融政策の正常化路線にも変化はないとした**
- **注目の国債の買い入れ減額計画については、2026 年 3 月までは現状維持、2026 年 4 月からは減額ペースを半分に減らし毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額する方針を示した。国債市場の安定性に配慮する姿勢を示した形**
- **植田総裁は会見で、関税の経済への影響を慎重に見極める姿勢を示した。日米交渉の結果次第で年内利上げから逆に金融緩和まで幅広いシナリオが考えられるのが現実でもあり、しばらくは様子見か**

1．金融政策は予想通りのすえ置き

6 月 16 日、17 日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。相互関税の発表直後と比べれば、関税政策への不透明感はかなり薄れてきたとはいえ、肝心の日米交渉については決着の時期・内容ともいまだに流動的である。多くの企業が設備投資計画の一時見合わせを余儀なくされているとみられるほか、コメ価格の急騰もあって、高めの賃上げにもかかわらず年明け以降の実質賃金はマイナス圏に沈んだままである。このタイミングで拙速に動かなければならない理由はなかったと言ってよい。

景気の現状判断は、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」ですえ置かれた。マイナス金利を解除した昨年 3 月以降、これで 11 会合連続で同じ判断が続いている（図表 1）。個別項目別の判断も全く同じであった（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
22 年 4 月 28 日	基調としては持ち直している	→	
22 年 6 月 17 日	基調としては持ち直している	→	
22 年 7 月 21 日	持ち直している	↑	4 会合ぶりの上方修正
22 年 9 月 22 日	持ち直している	→	
22 年 10 月 28 日	持ち直している	→	
22 年 12 月 20 日	持ち直している	→	
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	→	

（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 4 月	2025 年 6 月	方向性
海外経済	各国の通商政策の影響を受けて一部に弱めの動きも見られるが、総じてみれば緩やかに成長している	各国の通商政策の影響を受けて一部に弱めの動きも見られるが、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	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込み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	→
鉱工業生産	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込み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	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込み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	→
企業収益	改善傾向にある	改善傾向にある	→
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	物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している	物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している	→
個人消費			→
住宅投資	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	→
公共投資	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	→
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

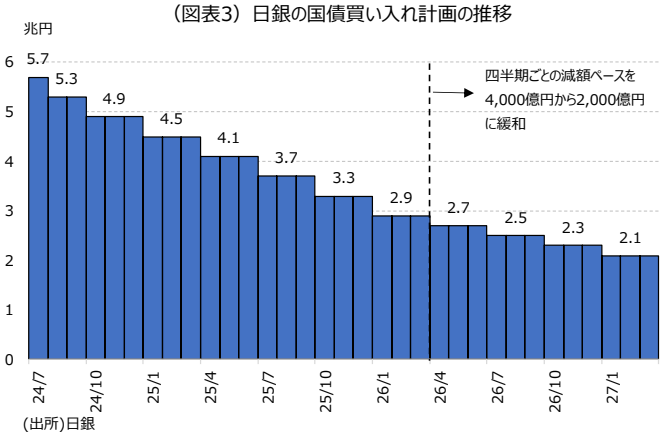
2．国債買い入れ減額のペースは半分に

今回の決定会合では、2024 年 7 月から始まった長期国債の買い入れ減額計画に関する中間評価を行なうこと

があらかじめ決まっていた。

注目されていた今後の買い入れ方針については、2026 年 3 月までは毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額する従来の計画を維持、2026 年 4 月から 2027 年 3 月までは、減額ペースを半分に減らして毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額するという方針が示された。この結果、2027 年 1－3 月期の月間買い入れ額は 2.1 兆円程度まで減少、昨年 7 月の 5.7 兆円から 6 割以上減少していくことになる（図表 3）。

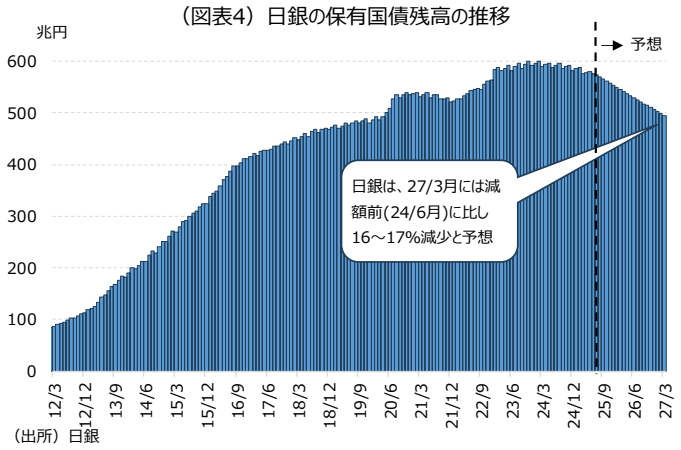
（図表3）日銀の国債買い入れ計画の推移



会合の 1 週間前には、大手通信社から関係筋の話として、2,000 億円への半減か現状維持の 4,000 億円の、あるいは2,000～4,000 億円の範囲の減額との情報が流れていたが、他のメディアの追随報道等により、会合直前までには 2,000 億円の線で進んでいることがほぼ明らかになっていた。相対的に緩やかなペースで減額を続けて行くことが決定した背景には、5 月の超長期金利の急上昇により、日銀が国債市場の安定性に不安を抱いたことがあったとみられる。植田総裁も会合後の定例会見で、「***それ***（長期金利の急上昇）***も含めて、国債市場全体の状況、機能度を見て今回の決定になった***」と、判断材料の一つであったことを認めている。もっとも、2,000 億円という具体的な水準については、「***結局総合判断といいますか、絶対に 2,000 でなくてはいけなくて 2,500 ではいけないのかということを聞かれると困りますけれども、―中略―　キリの良いところで 2,000 になったということでございます***」と、特段積算根拠のようなものはなかったと述べた。

市場心理への影響を予想しつつだいたいの線で見積もったということのようだが、植田総裁は、記者の質問に対し、予見可能性と言う意味では 4,000 億円のまま続けることにメリットがあると述べている。これを 2,000 億円にまで半減するデメリットとしては、「***国債市場の機能度の回復をめざしているわけですが、そのペースが限界的にですけれども、少しゆっくりになるということはあるのかもしれない***」と述べた。もっとも、「***残高で見た私どもが保有する国債がどれくらい減るか、それが機能度に強く影響するといたしますと、そこの違いはそれもかなり限界的なものであるかと思います***」と、影響はきわめて小さいとしている。

（図表4）日銀の保有国債残高の推移



日銀は、今回発表されたペースで減額を続けた場合、日銀の保有国債残高は、2027 年 3 月には減額前の 2024 年 6 月から 16～17%減少と推計している（図表 4）。毎月の国債償還額の規模が大きいため、単純平均で毎月 4 兆円程度減少していくということであり、減額ペースが 2,000 億円の違いであれば、確かに影響はさほど大きくないと言えそうである。

記者からは、1 年後に月間の買い入れ額が 2.1 兆円まで減るが、そこで打ち止めになるかとの質問も出されたが、植田総裁は来年 6 月の中間評価の段階で改めて考えを示すとした。かなり先の話になるためこれは当然だろう。多少金額を変えても、国債保有残高の減少トレンドは大きく変わらないと考えられる。

また、今回は国債市場の流動性を改善させる目的で金融機関に国債を貸し出す「国債補完供給オペ」の減額措置、すなわち金融機関が借りた国債を返さずにそのまま買い取る際の要件も緩和した。2031 年以降に償還期日を迎える 10 年国債で、日銀の保有比率が 80%を超える銘柄を対象に（従来はチーペスト銘柄等）、市中保有

額が 1.5 兆円程度（従来は 1.2 兆円程度）の水準に回復するまでは、金融機関が買い取れるようにした。

植田総裁は「***今回の措置で一方的に金利がどっちに動きやすくなるというふうには考えていない***」としたが、これにより、これまで市場に出回っていなかった銘柄の流通が進めば、市場機能の回復という日銀の初期の目的は達成できる。市場が厚みを増せば増すほど乱高下が起こりにくくなることから、足元の相場環境下では、長期金利の上昇圧力を和らげる効果に期待した面が大きいのではないか。

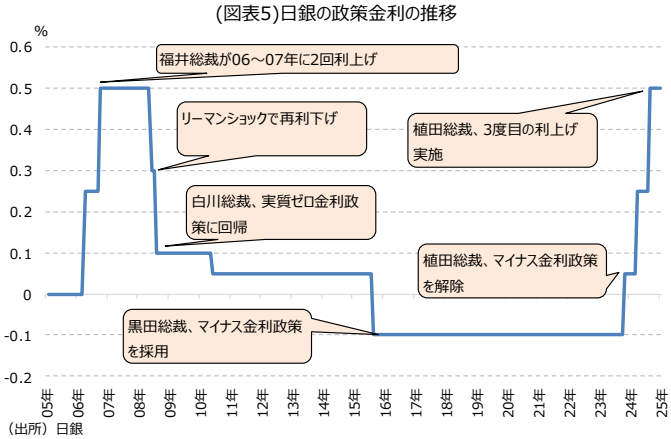
３．早期の利上げは考えにくい

植田総裁は今回、「***前回会合時点から、我が国の経済物価を巡る大きな構図に変化はない***」と述べ、「***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***」という、金融政策の正常化路線に変更がないとした。

ただ、「経済物価情勢の改善」への道のりは決して平たんなものではなく、4 月展望レポートの内容を繰り返す形で、「***各国の通商政策等の影響を受けて海外経済が減速し、我が国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な経営環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられます。その後については海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれます***」と、途中に成長ペースの鈍化局面を挟むと述べている。次なる一手のためには、この鈍化局面の深さを見極める必要がありそうである。植田総裁も記者との受け答えの中で、センチメント関係の指標は世界的に悪いものが増えている一方、ハードデータはまだしっかりとしている。しかし、今後ハードデータがどうなっていくかということは見極めたいとの趣旨の発言をしている。そうであれば、少なくとも数ヵ月以内に利上げに踏み切る可能性はかなり低いということになる。

関税を巡る日米交渉は難航が伝えられており、予想以上に長期化する可能性も否定できない状況となっている。日銀が見通しで織り込んでいる関税の前提については、植田総裁が前回の定例会見で、「***これまでに議論されてきたものの中の一番極端なところにはいかないが、全くゼロとか 10%だけで済むというよりはもう少し高いレベルに交渉の結果落ち着く程度***」と説明している。このレベルに収まれば、企業マインドのさらなる悪化は避けられると考えられるほか、年度後半には実質賃金のプラス転換も期待できることから、日銀が年内に追加利上げできる可能性が出てくる。逆に、交渉期限切れで相互関税の上乗せ分がそのまま発動されるという事態になれば、正常化どころか逆に金融緩和を考えなければならなくなる可能性もある。現状では、先行きのシナリオの確率分布はかなり横に広がっている。日米交渉が続いている間は動けないのは当然だが、他国との交渉も問題となる。植田総裁は、「***米中だけをとっても通商政策の先行きの不確実性は高いですし、他の国については引き続き不確実性が高いということだと思います。さらに通商政策がどこかのレベル内容で落ち着いたとしても、それが経済にどういう影響を及ぼしていくかということについての不確実性もきわめて高いというふうに考えています***」と、時間をかけて不確実性の緩和を待つ姿勢を示している。

(図表5)日銀の政策金利の推移



（出所）日銀

４．関税政策が来年の春闘に与える影響が問題に

年明け以降の利上げペースについては、関税政策が来年の春闘に与える影響もポイントとなるだろう。当研究所では、日本に対する関税が前述のレベルに留まれば、2026年の春闘では5.0%の賃上げが期待できる一方、相互関税が 24%、自動車や鉄鋼・アルミ等の分野別関税が 25%（当時）でいずれも軽減

されなければ、2.8%まで低下すると試算している（6 月 3 日発行のレポート、「月刊　為替市場の論点（25 年 5 月）」参照）。実質賃金の動向は物価動向にも左右されるが、後者の場合、日本経済は後退局面に陥る可能性が高く、利上げサイクルはとん挫を余儀なくされよう。前者の場合でも、実質賃金のプラス幅がわずかで個人消費の回復スピードが鈍く、賃金と物価の好循環が軌道に乗ったのかが判然としない状況が続く下で、日銀自身が名目ベースの中立金利の下限と推計している 1%まで利上げした後は、すえ置きが続く可能性が高いとみる（図表 5）。

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：03-6261-7947
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