2025. 9. 22

【日銀金融政策決定会合（25 年 9 月）】

ETF・J-REIT の売却開始決定がサプライズに

～次なる利上げはなお 10 月が最有力とみる～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **9 月 18 日、19 日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置きとなった。ただ、今回は高田審議委員、田村審議委員の両名が利上げに票を投じるなど、情勢に変化の兆し**
- **日銀が保有する ETF および J-REIT の売却開始を発表したのがサプライズに。任期の前半で、金融政策正常化路線の最後の壁である ETF の売却にまでこぎつけた植田総裁の手腕を評価**
- **次なる一手は 9 月米雇用統計次第の面が大きいが、好調な株価や堅調なドルは日銀に利上げしやすい環境を提供。現状では、10 月に利上げに踏み切る確率が、見送る確率をわずかに上回ると考える**

1．すえ置き、ただし 2 名が利上げに票を投じる

9 月 18 日、19 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。ただ、今回は高田審議委員、田村審議委員の両名が利上げに票を投じた。

景気判断は「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、2024 年の 3 月以降これで 13 会合連続、約 1 年半にわたり同じ判断となった（図表 1）。主要項目別では企業収益が「改善傾向」から「高水準を維持」へと下方修正された以外は、前回 7 月の判断が踏襲された（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 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	→	
25 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	→	
25 年 9 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	→	13 会合連続で同じ表現

（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 7 月	2025 年 9 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	各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、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とその反動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とその反動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			
企業収益	改善傾向にある	製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している	↓
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底堅く推移している	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底堅く推移している	→
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

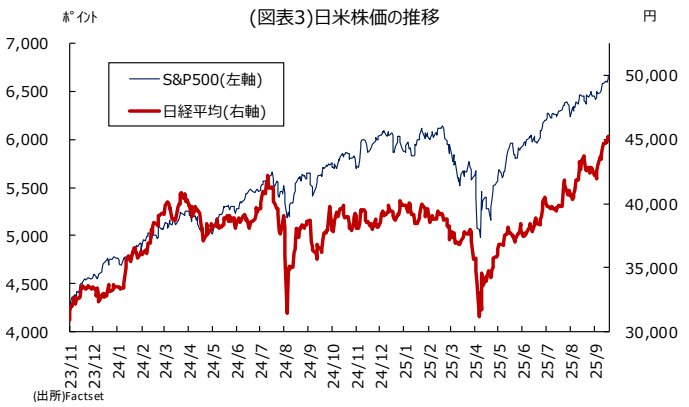
２．ETF の売却開始を決定

今回の会合では、日銀が保有する ETF（上場投資信託）および J-REIT（不動産投資信託）の売却開始を発表したのがサプライズとなった。全く予兆がなかったわけではない。氷見野副総裁が 9 月 2 日の講演で、「ETF や J-REIT の処分の仕方についても、株式処分の過程で得られた知見も生かして、検討していきたい」と述べたことが、質問されていないのに触れた点が珍しいということで一部で注目されたが、直後の会合における発表を予想していた市場関係者はほとんどいなかったのではないかと考えられる。

植田総裁は会合後の定例会見で、売却開始を決定した理由について、「***今年の 7 月に金融機関から買入れた株式の処分が完了しましたが、その過程で ETF 等の売却を進めるうえでの有益な知見が蓄積されたほか、それを踏まえた実務的な検討にもめどがついたことから、このタイミングで ETF 等の処分の開始を決定することが適***

当であると判断いたしました。特定の株価水準等を念頭においての判断ではございません」と述べている。あくまで実務上の都合であり株価は関係ないといった説明だが、真に受ける人はいないだろう。〇万〇千円といった「特定の」水準を念頭に置いていたわけではないという意味では、嘘は言っていないということなのかもしれないが、このところの値動き、とりわけその上昇ペースの速さが（図表 3)、売却開始の時期を決定する最も重要な要素だったのは疑いのないところである。実務上はとっくに準備万端で、あとは虎視眈々とタイミングをうかがっていたということなのだろう。「金融機関から買い入れた株式」の売却終了後 2 ヵ月しか経っていないが、日銀にとっても予想以上に早くチャンスが来たというところではないか。

(図表3)日米株価の推移



(出所)Factset

予定される売却ペースが極めてゆっくりにもかかわらず、当日の日経平均は一時 800 円以上下落したが、これはいずれ売却ペースが加速する可能性を織り込んだ面もあっただろう。ただ、引け間際には持ち直し、前日初めて到達した 4 万 5 千円台を回復するなど、改めて足元の相場の足腰の強さを示した。むろん、実際の売却開始までに株価が暴落して、予定通り実施できなくなるリスクはあるが、発表した以上、後は運を天に任せるしかない。

3．出口戦略最後の課題に着手した手腕を評価

記者からは、市場とのコミュニケーションという意味では、利上げの対話に比べてかなり雑な印象があるとの質問が出されたが、タイミングが株価次第ということであれば、唐突な発表になるのは致し方ない面もある。極端な話、会合当日まで相場を見極めないことには最終決断は下せない。植田総裁が、「***事柄の性格上、事前にこうこう、こういうふうに進めるということが事前のガイダンスだとなかなかできにくい***」と答えたのはそのとおりだろう。

公表資料からも、市場全体の売買代金に占める売却割合が 0.05%にすぎないことが赤字で大きく示されていたり（図表 4)、すでに実施してきた金融機関から買い入れた株式の売却ペースと同じであることを強調したり、日銀が市場へのインパクトに最大限配慮している様子がうかがえる。

その代わり、このペースで進めた場合、売却完了までに 100 年以上かかることになる。記者からは、100 年後はいない当事者として、どう責任を負うのかとの質問も出されたが、植田総裁に責任を負えというのは酷だろう。もし売

（図表 4）ETF、J-REIT の処分に関する今回の決定内容

（出所）日銀

却額の変更は一切許さないという建付けになっているなら責任を負うことになるだろうが（実際には取りようがないが）、途中で売却ペースを変えられる以上、その決定も責任もその時点のボードメンバーが代々引き継いでいくことになると考えるのが自然である。むしろ、総裁としての任期の前半で、金融政策正常化路線の最後の壁とみられていたETFの売却にまでこぎつけた手腕は高く評価されるべきだろう。今となってはほとんど忘れ去られているが、就任時点ではマイナス金利の解除の時期すら全く展望できない状況にあり、2年半でここまで来ると予想する向きは皆無であった。

もともと市場では、日銀のETF保有額があまりに巨額になったため、市場で売却するのは不可能で、何らかの形で日銀のバランスシートから切り離すしかないとの見方が根強かった。この点、正攻法での処分開始となった点も評価できるが、こうした手段も折に触れ議論の俎上に上がることになろう。

４．次なる一手の言質は与えなかったが

今後の金融政策のかじ取りについては、会見では中立的な言い回しに努め、明確なヒントは与えなかった。これは9月16日付のレポート、「10月利上げの有無は米雇用統計次第か」で予想したとおりである。例えば日本経済への米国の関税政策の影響については、「***製造業を中心に、収益面でマイナスの影響を及ぼしているものの、これまでのところ、設備投資や雇用、賃金動向を含め、経済全体に波及している様子は窺われません***」と、明確には現れていないとしたものの、「***下振れリスクがそこそこある***」とし、「***様々なリスク、特に通商国のあるいは各国の通商政策の日本経済への影響を巡る不確実性が高いなかで、もう少しデータを見たいという局面にある***」と述べている。ただし、データの見極めに必要な時間についてはこれまで同様明言しなかった。記者からの、米国のクリスマス商戦で価格転嫁が進む可能性が指摘されているが結果を見る必要があるかとの、半ば誘導尋問的な質問に対しても、「***クリスマス商戦は一つの大事なポイントでありますけれども、その前にかなりのことがわかってしまうというケースもありますし、クリスマスで待ってもわからないというケースもあり得る***」とかわした。

この分では、10月30、31日に開催される次の決定会合でも微妙な情勢判断を要求されることになるだろう。10月末までに発表されるマクロ経済データは、総じてまちまちな結果となる可能性が高い。特に、このところ軟調な推移が続いている雇用統計がカギを握ることになりそうである。もし9月の非農業部門雇用者増減数も8月（前月比＋2.2万人）と同レベルの弱さだったら、さすがに10月会合でも利上げには動けないだろう。一方、二桁前後のレベルの増加を回復し、かつ9月短観でも業況判断の幅広い回復が確認されれば、利上げに踏み切る可能性が高いとみる。

５．好調な株価も利上げを後押しか

好調な株価も利上げを後押しする可能性があろう。植田総裁は景気の先行きに対しあくまで慎重だが、少なくとも株式市場は日米とも深い懸念は抱いていない。米連邦準備制度理事会（FRB）が今後も着実に利下げを進めることで、景気を支える姿勢を明らかにしたことも市場の安心感につながっている。

今回の会合では記者から、足元の株や不動産の動きをバブル的な症状と見ているのかとの質問が出された。これについて植田総裁は、「***現在の資産価格水準についてどう見るかという点については、直近では７月の展望レポートの中で第２の柱で点検をし、その時点では資産市場あるいは金融機関による与信活動に過熱感はないという判断を下していましたけれども、次は10月の展望レポートがありますので、そこで改めて点検させていただき報告させていただけるかと思います***」と述べている。

次回の展望レポートに要注目といったところかもしれないが、さすがに第2の柱はいじらない可能性が高い。日経平均のPERは18倍前後で、急上昇中ではあるものの、バブルと言うほどの水準ではない。そもそもバブル

を事前に認定するのは難しい。「バブルははじけて初めてバブルとわかる」というのはグリーンスパン元 FRB 議長の名言である。氏は一方で、「根拠なき熱狂」、「バブルではないがフロス」等、市場への警告もたびたび発したが、その緩和的なスタンスが後年の住宅バブルを助長したとして、退任後は批判されることが多くなった。中央銀行が資産バブルを未然に防止すべきかどうかは、その後 FED ビュー 対 BIS ビューの論争として発展した経緯がある。

金融危機後はどちらかといえば、（バブルを未然に防止すべきという立場の）BIS ビューが優勢だったが、現実のかじ取りは難しい。日銀が第 2 の柱で株価に言及すれば、市場へのインパクトはかなりのものになると考えられ、日銀は容易ならざる責任を負うことになる。足元の上昇ペースが急な分、いずれ株式相場が調整局面を挟むのは避けられないにしても、日銀としてはあえて自分のせいにされるリスクを負う必要性は乏しい。この点、第 2 の柱は、もともと抜かずの剣的な側面がある。

従って、植田総裁が BIS ビューの立場を明確にすると言いたいわけではない。ただ、利上げしても株価が急落する懸念が小さいと考えられる状況が、日銀の安心感を誘うのは確かと考えられる。明言はしないまでも、株高が隠れた利上げの理由の一つとなる可能性は十分あるとみている。

６．微妙だがなお 10 月がメインシナリオ

日米金利差の縮小が幅広く予想されている状況下にもかかわらず、ドルが底堅いのも安心して利上げに動ける理由の一つである。ベッセント財務長官をはじめとした米国からの利上げ要求も、日銀にとってはある意味「渡りに船」的なところがあろう。自民党総裁選でも金融政策は今のところ大きな話題になっておらず、政治から横やりが入る可能性も小さそうだ。そもそも、日銀の金融政策はまだ正常化の段階、すなわち金融緩和度合いを和らげる段階である。引き締め局面に入っているわけではなく、利上げしてもなお緩和的な金融環境が残る。また、今回は高田委員、田村委員の二人が利上げに票を投じたが、これについては露払い的な投票行動に見えなくもない。現状では、10 月に利上げに踏み切る確率が、見送る確率をわずかに上回ると考えている。

とはいえ、先行きの日本経済がバラ色というわけではない。実質賃金のプラス幅はあくまで小幅であり、個人消費を力強くけん引できるほどではない。相互関税の 15%と中国経済の低迷が輸出を下押しする状況も続くだろう。エネルギーと食料を除く物価上昇率が 1%台で推移しているところからも、基調的な物価上昇率は十分に高まっているわけではなく、これは植田総裁も認めている通りである。2026 年度以降も、賃金と物価の上昇の好循環が実現したのかどうか必ずしも判然としない状況が続くなか、日銀が利上げペースを加速させる状況には至らないと見ている。

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