2026.6.5

日銀は6月決定会合で0.25%の利上げへ
～次回利上げまでのインターバルは短くなる可能性～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

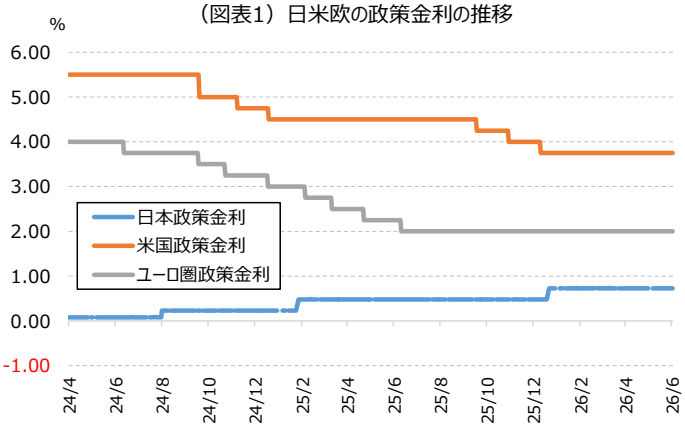
ポイント

- **植田総裁は6月3日の講演で、15,16日に開催される次回の日銀金融政策決定会合で利上げに踏み切る可能性を強く示唆、政策金利は1%の大台に達する可能性が高まった**
- **これまでの利上げは概ね半年に一度のペースだったが、植田総裁がインフレ進行への強い警戒感を示したことで、次回までのインターバルは短くなる可能性が高まった**
- **国債買い入れ減額計画の中間評価にも注目。今年度末までは、四半期に2,000億円ずつの減額継続が有力と見る。2027年4月以降はペース維持か1,000億円への鈍化と見るが、後者がやや優勢か**

1．植田総裁の講演で利上げがほぼ確定的に

6月15,16日に次回の日銀金融政策決定会合が開催される。会合が近づくにつれ、次第に利上げが有力な情勢となっていたが、後述する3日の植田総裁の講演により、余程大きな情勢変化がない限り、利上げに踏み切ることがほぼ確定的となった。昨年12月以来の実施となる。政策金利はこれで1.00%の大台に達することになる（図表1）。

（図表1）日米欧の政策金利の推移



(出所)Factset

2．5月以降の日銀の情報発信は総じてタカ派的

前回4月の会合では、政策金利を0.75%に維持するとの執行部議案に対し、中川・高田・田村の3委員が1.0%への利上げを提案し否決された。すなわち、すでにボードメンバー9人のうち3人は利上げ派である。植田総裁は会合後の定例会見で「***残りの6人について平均的なところを申し上げれば、－中略－、現在ただちに利上げで対応するというところまでの緊急度はない***」との判断だったと述べた。もっとも、植田総裁自身、会見では物価の上振れリスクや金融政策が後手に回るリスクを強調する場面が目立ったほか、景気が減速しても利上げは可能との見方を示すなど、タカ派的スタンスが印象に残った会合であった。

その後足元に至るまでの他のボードメンバーからの情報発信も総じてタカ派的であった。増審議委員は5月14日の講演で、日本の政策金利は欧米とは異なり、まだ中立金利の推計レンジを下回っており、金融環境は緩

和的だとしたうえで、「*さらなる利上げを進めていくことが、金融正常化の完成には求められている一面*」、「*できる限り早い段階での利上げが望ましい*」と、6 月は利上げ賛成に回る可能性が高いことをかなり強く示唆した。

小枝審議委員は 5 月 21 日の講演で、増委員ほどではないもののタカ派寄りのスタンスを示した。供給面では、足元 1～2 ヵ月の状況の変化を見ると、「*原油高が長期化してしまうリスクシナリオの可能性にも十分注意する必要*」があるとし、需要面では、「*AI 需要の強さなどが、エネルギー価格の上昇の一因となっている側面もある*」とした。そのうえで基調的インフレ率は「*すでに 2%ぐらい*」だが、「*今後 2%を超えてくる可能性もある*」と述べ、「*今後は政策金利を適切なペースで引き上げて、経済へのトレードオフにも配慮しつつ、物価高への対応を進めていくことが適切*」と述べた。

この時点で、正副総裁の執行部を除いても、6 月会合における利上げ派は 4 月の 3 人から少なくとも 4 人、場合によっては過半数の 5 人に増えるという構図となっていた。両名とも執行部の意思を反映した動きを見せていたのかもしれないが、もし執行部がすえ置きで動きたいのであれば、利上げ賛成を思いとどまるよう逆に審議委員の説得が必要になるという状況であった。

5 月 27 日の植田総裁のあいさつは、原油ショックが賃金・物価スパイラルに発展した 1970 年代と、近年のショックを比較し、現在の日本がどのインフレ・レジームに近いかを問題提起したもので、次なる一手に対する明確な示唆はなかった。しかし、3 日のきさらぎ会の講演は、公の場で植田総裁自身から直にヒントを聞ける最後の機会になる可能性が高いということもあり、市場関係者から改めて注目が集まっていた。

３．３日の「きさらぎ会」が決定打に

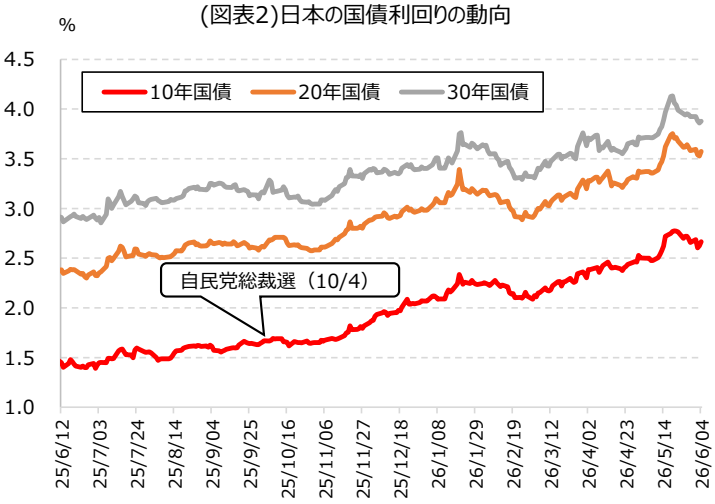
3 日の講演は、かなり明確な利上げ予告だったと受け止められる。もっと控えめな言い回しでも、6 月利上げを市場に織り込ませるだけなら十分できたはずと思えるが、今回だけではなく、今後も着実に利上げを続ける可能性が高いことを市場に意識させる目的もあったかもしれない。

まず、原油価格を起点とした物価への影響については、現在のようにデフレマインドが解消した下では、「*価格転嫁のスピードはこれまでよりも速く、かつ、幅広い品目の値上げに波及しやすくなっている可能性が高い*」とした。一方で、原油価格上昇は経済に対しては下押し圧力となるが、「*高水準の収益や政府による各種の経済対策、緩和的な金融環境などが下支え*」となるため、減速しつつも緩やかな成長は維持できるとの見通しを示した。最終的には中東情勢の帰趨に依存するが、「*今後、代替調達や家計への所得移転といった様々な取組みが進んでいけば、先行きの景気下振れリスクを最小限に抑えることができる*」と、景気に対するリスクは物価ほど大きくないとした。

物価に対しては、景気減速を通じた下押し要因となるルートもあるが、「*全体として物価上振れリスクの方が大きく、より早く表れてくる可能性が高い*」とし、日銀としては、「*基調的な物価上昇率が、目標とする 2%を超えて上振れていくことがないかどうか、特に注意してみていく必要がある*」と、物価上振れリスクをより重視して政策のかじ取りを行なっていくとのスタンスを明確にした。

供給ショックによる物価上昇は通常一時的なものにとどまり、基調的物価には影響しないため、「*金融政策では対応しないというのが基本的な考え方*」ではあるものの、予想物価上昇率の上昇を通じ

(図表2)日本の国債利回りの動向



(出所)Factset

た「*2 次的波及効果*」もあるとし、「***現状は、物価上昇は一時的なものにとどまらず、基調的な物価上昇率が上振れていくリスクも意識せざるを得ない状況***」と述べた。最近の長期金利の上昇も（図表 2)、市場のインフレ予想の上振れを反映しているため、「***適切な金融政策運営によって、インフレが適切にコントロールされていくという市場の信認を確保することが重要***」、「***必要な対応が遅れ、あとから大幅な利上げを余儀なくされるような状況になれば、景気のみならず、金融市場や金融システムに大きな負荷をかける***」と、ビハインド・ザ・カーブ（金融政策が後手に回る）に陥ることへの強い警戒感も示した。従って、日銀としては、「***経済の下振れリスクを意識しつつも、物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことを、より警戒する必要がある***」と、早期利上げの必要性を訴えた。

最後の今後の金融政策運営の部分では、たとえ中東情勢が不透明な状況が続くとしても、物価の上振れリスクが高まるのであれば、「***利上げの是非についてしっかりと議論する必要がある***」と述べた。ここはより明確な利上げ予告である。前回利上げした昨年 12 月会合前の講演では、植田総裁が、「***利上げの是非について適切に判断したい***」と発言したことが、市場が利上げを織り込む契機となった。以降、市場ではこの表現がキーワードのようにみなされている面がある。今回は、単なる議論ではなく「しっかりと」をつけているところがより強い意思表示となっている。

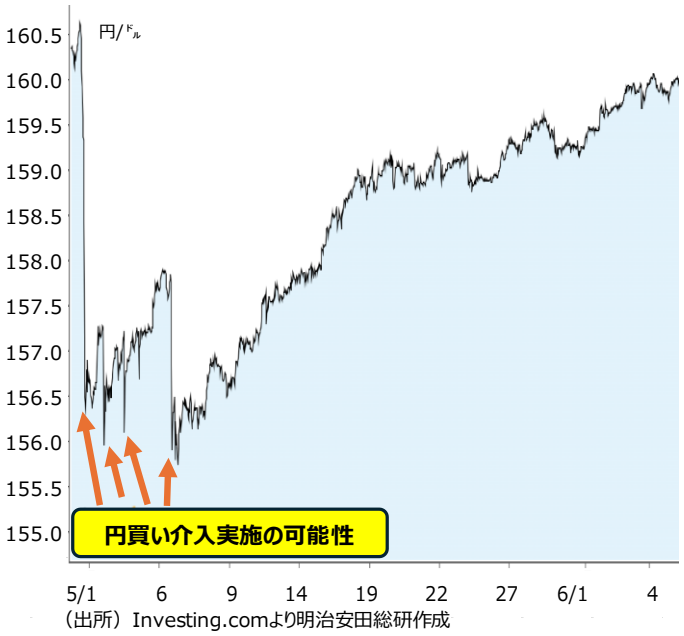
植田総裁がインフレ進行への強い警戒感を示したことで、利上げペース加速の可能性も高まった。これまでの利上げはほぼ半年に一度のペースだったが、次回の利上げまでのインターバルは短くなるだろう。現状では 6 月を含め年内 2 回、年度内 3 回の利上げをメインシナリオと置いているが、さらに回数が増える可能性も捨てきれない。

４．為替相場も意識か

金融政策の直接的なターゲットにはできないということもあってか、植田総裁は講演では触れなかったが、ここまで強い姿勢を示した背景には、為替相場における円安進行をけん制したいとの目的もあったと考えられる。

大型介入後も収まらない円安圧力をみる限り（図表 3)、利上げを見送った場合、政府が防衛ラインと考えている可能性が高い 160 円/ﾄﾞﾙを守れなくなる可能性が高まっている。高市首相が、日銀の連続的かつ大幅な利上げを警戒する姿勢は不変だろうが、大規模な為替介入の繰り返しも避けたいはずである。ベッセント米財務長官から事実上の利上げ要求ととれる発言も出ているなか[1]、今回に関しては利上げ容認スタンスと考えられる。

(図表3)4月30日以降の為替相場の推移（30分足）



（出所）Investing.comより明治安田総研作成

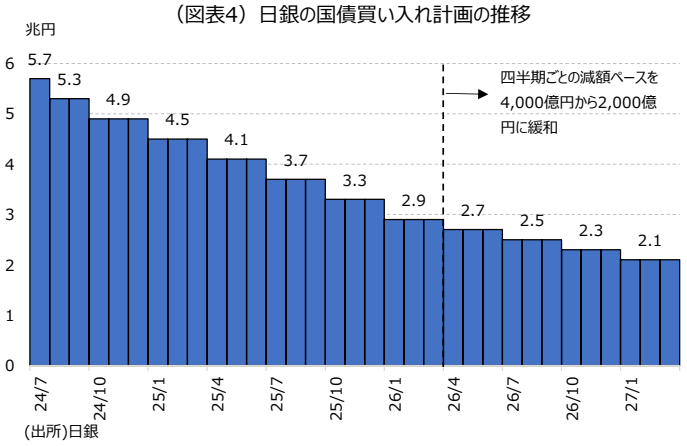
５．国債買い入れ減額計画の中間評価を実施

6 月会合では国債買い入れ減額計画の中間評価が実施される。日銀は国債買い入れの減額計画を 2024 年 7 月 31 日の決定会合で決定、8 月から開始した。いわゆる量的緩和（QE：Quantitative Easing）か

[1] ベッセント米財務長官は 5 月 19 日、ロイターのインタビューで「植田氏は優れた中央銀行総裁だ。必要なことを行う余地が与えられれば、優れた金融政策を実現すると確信している」と述べた。

ら量的引き締め（QT：Quantitative Tightening）への転換である。当初は四半期ごとに 4,000 億円程度ずつ減額というペースだったが、2025 年 6 月の中間見直しで、2026 年 4 月から減額ペースを 2,000 億円に鈍化させることを決定、足元では変更から 2 ヵ月が経過した（図表 4）。減額開始直前は約 5.7 兆円だった月間の買い入れ額は、足元では約 2.7 兆円まで減少している。今回は開始から 2 度目の中間評価であり、現行の計画の 2026 年度末までの継続の是非と、来年 4 月以降の買い入れ計画が議論される。

（図表4）日銀の国債買い入れ計画の推移



(出所)日銀

とりあえず今年度の減額計画に関しては、四半期ごとに2,000億円というペースを維持するのが確実だろう。日銀自身、「減額計画を維持することが基本」と明記しているほか、市場も現行計画の継続をおおむね支持している。

日銀は2025年2月から四半期ごとに「債券市場サーベイ（以下、サーベイ）」を実施している。直近の5月調査では、2027 年 3 月までの現行の減額ペースについて、ほとんどの調査先が「修正すべき点はない」との回答だったとのことである。具体的な意見としては、「予見可能性や安定性を確保する観点から、現行の計画を維持すべき」、「現行計画の減額規模であれば、市場で問題なく消化できることから修正の必要はない」、「現行の国債買入れの減額ペースを緩めることは、長期金利の上昇に対する配慮であるといった誤ったシグナルとなる可能性がある」といったものが紹介されている。国債の需給や市場の機能度といった点でも現状大きな問題はなく、むしろ買い入れの減額が好影響を与えているとの意見が多い。実際、計画の途中での変更は、加速であっても減速であっても、日銀が債券市場に介入していると受け止められてしまうことから、何か大きな問題が生じているのでなければ、日銀の言う通り現状維持が基本線となる。

６．四半期ごと 1,000 億円の減額にペース鈍化がメインシナリオ

一方、2027 年 4 月以降の買い入れ額については市場でも見方が分かれている。大きくは緩和的な順に、「減額停止」、「ペースを減速」、「ペースを維持」、「ペースを加速」の４通りである。市場に事前に織り込ませなければならないといった性質のものではないことから、きさらぎ会では金利政策ほど明確な方針は示されなかったが、一定のヒントはあった。

植田総裁は、今後の国債買入れの方針を検討する際のポイントは 2 点あるとし、「***第１に、国債買入れの減額が進捗するもとで、国債市場の機能度は着実に改善してきている***」と、ここまでの減額は市場機能改善に寄与したと評価した。ただし、現状は「***本来期待される機能を取り戻しつつある段階***」だとも述べている。ここは減額継続の必要性を示したと解釈することが可能である。また、「***第２のポイントは、国債市場の安定について、どのように目配りしていくか***」と述べた。減額の過程で銀行や個人といった本邦投資家の保有国債は増加するが、「***こうしたポートフォリオ調整にはある程度の時間を要すると考えられ、国債市場の安定を確保するうえでは、この点も意識する必要***」と述べ、減額ペースには調整の余地があるとの姿勢をにじませた。

サーベイでは、「（償還により）日銀の国債保有残高も相応のペースで減少することから、さらなる減額の必要性は高くない」との意見もあったが、まず停止か継続かという選択肢で言えば、停止の可能性は低いということになるだろう。日銀保有国債は依然巨大であり、ストック効果を考えれば市場機能の回復は道半ばなのは確かである。QT の完全停止は、日銀が金融政策の正常化にブレーキをかけるとのメッセージにもなりかねずいっそうの円売りを招くリスクもある。

継続の場合、投資家のポートフォリオ調整には時間がかかるとの植田発言を踏まえれば、一番可能性が低いのが「減額ペースの加速」であろう。高市政権発足以降の長期・超長期金利の上昇ペースを見る限り（前掲図表 2)、市場の需給を緩める減額ペースの加速は火に油を注ぐ結果となりかねない。もともと慎重派の植田総裁としては、市場機能の正常化を急ぎすぎると危険と考えている可能性が高い。

残るシナリオは現状維持か、買い入れペースの鈍化かのどちらかだが、ここはやや微妙である。鈍化の場合は半分の四半期ごとに 1,000 億円への鈍化が有力候補となるだろう。来年 3 月の月間の買い入れ額は 2.1 兆円と当初の 3 分の 1 近くにまで縮小していることが見込まれ、フロー面からの日銀の市場支配力はかなり弱まる。ストック効果が大きい分、市場への負荷は四半期ごとに 2,000 億円の減額でも 1,000 億円の減額でも大きく変わらないのが実態とみられる。ただ、あえて植田総裁が調整の余地があることを示唆した点を踏まえれば、ペース鈍化がわずかに優勢と考える。

日銀が最終的な月間の買い入れ額の着地点、あるいはバランスシートの規模をおそらく見極め切れていないのではないかと考えられるのも理由となる。予見可能性という意味では、そろそろ到達点を示してほしいと考える市場関係者が多いとみられ、サーベイでも情報発信を求める声があった。もっとも、市場でも望ましい到達点に関するコンセンサスはない。「さらなる減額の必要性は高くない」との意見から、「リーマンショック前の水準である 1.3 兆円程度」、「ゼロになるまで」等、かなり幅がある。植田総裁としては、政策金利同様、漸進的に調整を進め、市場の反応をみながら着地点を探っていくのが妥当と考えている可能性が高いのではないか。

確率的には四半期ごとに 1,000 億円への減額ペース鈍化が 5 割、2,000 億円の継続が 3 割、残りのシナリオ（1,000 億円以外への減速、停止、加速）があわせて 2 割といったあたりと見ている。

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：080-2298-8302
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