

## 日本銀行・金融政策決定会合(2024 年 6 月)

### 金融政策は据え置き、次回 7 月会合での国債買入れ減額を決定

#### ～要旨～

- 2024 年 6 月会合では、政策金利(0～0.1%)の据え置き、現行方針での国債等の買入れ継続を決定。
- 一方、国債買入れの減額方針を決定、次回 7 月会合で減額計画を示す旨の事前アナウンスを行った。
- 国債買入れは、金融政策の能動的手段としてではなく、計画に沿って粛々と進められる公算が大きい。
- 主たる金融調節手段となる政策金利の追加引き上げは、当面の経済・物価情勢次第となろう。
- 足元の日本経済は停滞感が残り、先行き不透明感も強まっている。7 月展望レポートで追加利上げの判断材料を提示することは難しいと見込む。10 月追加利上げの基本シナリオを維持。

**2024 年 6 月の金融政策運営方針: 政策金利、資産買入れ方針の据え置きを決定** 6 月 13 日～14 日、日本銀行は金融政策決定会合を開催、次回会合までの金融市場調節方針を据え置いた。すなわち、①政策金利は、無担保コールレート(オーバーナイト物)を 0～0.1%程度で推移するよう促すとし、②長期国債および CP 等・社債等の買入れは、2024 年 3 月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する、とした。

**国債買入れ方針: 次回 7 月会合での長期国債買入れ減額計画の決定を事前アナウンス** もっとも、今回の会合では、長期国債の買入れ減額を見送った一方で、減額していく「方針」を決定した。そして、次回 7 月の会合において、「今後 1～2 年程度の具体的な減額計画を決定する」との事前アナウンスを示した。減額計画を策定するにあたっては、市場参加者の意見交換の場として、「債券市場参加者会合」が開催される見通しとなった。市場との対話・議論を丁寧に行おうとする日本銀行の姿勢が見て取れる。なお、減額の決定には、中村審議委員が「7 月の展望レポートで経済・物価情勢を改めて点検してから決定すべき」として、反対した。

**市場予想対比でややハト派的な今回の決定** Bloomberg によるエコノミスト向け事前調査(調査期間:5 月 31 日～6 月 5 日、回答数 51)では、①の政策金利については大勢が「追加利上げなし」とみていたが、②の長期国債買入れについては、半数以上が「減額される」とみていた。したがって、今回の会合で具体的な買入れ減額計画が示されなかったという点は、市場予想と照らせばややハト派的な決定内容だったと言えよう。

**来月から量的緩和政策の正常化に着手へ** とはいえ、次回 7 月の会合以降は、今回の事前アナウンスに沿って、国債買入れの段階的な減額に着手する公算が大きそうである。現行の長期国債買入れ方針は月間 6 兆円程度となるが、これは日本銀行が保有する長期国債の平均的な償還額と概ね見合った規模であり、日本銀行の国債保有残高は 600 兆円弱で横ばい推移となっていた。今後の買入れ減額に伴い、日本銀行による国債保有残高は縮小していく方向になろう。日本銀行は、3 月のイールドカーブ・コントロール撤廃やマイナス金利政策解除といった金利政策の正常化に続き、量的緩和政策の正常化にも着手していくことになると考えられる。

**日本銀行試算では、国債買入れの長期金利押し下げ効果は▲1%程度** 日本銀行は 4 月の展望レポートにおいて、長期国債買入れのストック効果(日本銀行が国債を大規模に保有する効果)として、長期金利(10 年物国債金利)を-1%程度押し下げる効果が有意にあったと試算している。すなわち、大規模な国債買入れがなければ、足元の長期金利は 2%程度に上昇していても不思議ではないということになる。国債買入れの減額は、ストック効果の減衰を通じて、相応に長期金利の上昇圧力を高める方向に働くと考えられる。

**買入れ減額は「相応の規模」** もっとも、国債買入れの減額が長期金利に与える影響は、当然ながらその減額ペースによって異なる。この点、植田総裁は記者会見において(注:総裁発言は筆者聞き取りに基づく、以降も同様)、「減額する以上、相応の規模になる」との見解を示した。現時点では不確実性が高いが、減額してもストック効果が引き続き作用するとの想定のもと、月間3~4兆円程度への買入れ減額計画が示される可能性は相応に大きいとみている。市場参加者との議論の過程で、徐々に減額の規模感が明らかになってくるとみられる。

**国債買入れの政策的位置付け: 能動的手段として用いず** 植田総裁は、国債買入れ減額計画について、「柔軟性を確保しつつ、予見可能な形で」進めていく意向を示した。また、国債買入れを「能動的な金融政策の手段としては用いない」という点を改めて強調したほか、「金融政策的な色彩は無し、ないし極めて最小化させた上で運営していきたい」との見方を示した。柔軟性という点で、国債買入れが金融政策のファインチューニングに用いられる可能性は否定できないものの、基本的に国債買入れは来月示される計画に沿って粛々と進められる算算が大きいとみている。日本銀行の目的通り、金融市場による自由な金利形成の色彩が強まっていくだろう。

**7月の追加利上げは「当然あり得る」** 一方、主たる政策手段と位置付けられる政策金利の追加的引上げはどうか。植田総裁の記者会見では、次回会合までに出てくる経済・物価に関するデータや情報次第では、国債買入れ減額と同時の追加利上げが「当然あり得る話だ」と述べた。7月は展望レポート公表があるため、日本銀行としても経済・物価情勢を点検するタイミングとなる。点検の結果、2%物価目標の確度が一段と高まっていると日本銀行が判断した場合などは、7月の追加利上げの選択肢は排除されるものではなさそうだ。

**景気認識・展望: 4月展望レポートから据え置き** では、足元の経済・物価情勢を日本銀行はどう見ているのだろうか。今回の声明文の後半においては、経済・物価の現状認識、先行き展望、リスク要因が示された。景気の現状については、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」とした。先行きの展望については、「所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける」とした。リスク要因については、「わが国経済・物価を巡る不確実性は引き続き高い」とした。いずれも、細かいコンポーネントの基調判断を含めて、基本的には4月の展望レポートでの判断が据え置かれた格好となる。

**2024年度入り以降の景気に加速感はなく、不透明感も強い** 前回4月の会合後、今回会合までの間に、GDP速報が公表され、2024年1-3月期の日本経済がマイナス成長に陥ったことが確認された。2024年度入り以降の経済動向も徐々に明らかとなっているが、家計部門を中心に停滞感が残っており、新たな自動車の認証不正問題の発覚等、先行き不透明感も強まっているとみている。需要要因のインフレ圧力が高まる兆しは見られず、物価の基調も鈍化が継続、日本銀行算出の「基調的なインフレ率を捕捉するための指標(刈込平均値、最頻値、加重中央値)」は、3指標全てにおいて、4月は2%を下回っている。

**7月展望レポートでの追加利上げの判断提示は難しいと見込む** こうした状況下で、7月の展望レポートにおいて、物価目標達成の確度の一段の高まりを示すことは難しいのではないかと。6月には定額減税が開始となるが、筆者は大きな景気浮揚効果を見込んではいないものの、その効果を統計で確認できるのは8月以降となる。4-6月期の日本経済は、前1-3月期からの自律的反発が基本シナリオだが、想定よりも伸び悩みリスクは大きいとみている。特に4-6月期の個人消費、賃金、物価の趨勢を見極める必要性は大きいだろう。

**当面の金融政策見通し: 10月利上げの基本シナリオに修正なし** 以上の点を総合的に鑑みれば、7月に国債買入れ減額と同時に追加利上げに踏み切るハードルは相当高いと判断される。実体経済に重きを置くのであれば、追加利上げは9月が最短であり、基本シナリオは展望レポートを公表する10月との見方に変更はない。

**為替については慎重な発言に終始** なお、植田総裁は前回4月会合での記者会見後の円安進行を受けてか、今回会合では為替市場に関して慎重な発言に終始した。例えば、「為替相場は経済・物価に大きな影響を与える」、「企業の賃金・価格設定行動が積極化するも、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」、「最近の円安の動きは物価の上振れ要因であり、政策運営上十分に注視している」、「第一の力(輸入物価上昇を起点とする物価上昇)の第2ラウンド目が少し始まっているかもしれない」旨の言及があった。為替の金融政策への直接的影響に関する言及を避けつつ、円安進行を回避する意図が窺える会合だった。

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社 SBI 新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 10 号。  
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会