

日本銀行・金融政策決定会合(2024 年 7 月)

0.25%への追加利上げ、3 兆円程度への国債買入れ減額計画を同時決定

～要旨～

- 2024 年 7 月会合では、政策金利の引き上げ(0～0.1%→0.25%)と、国債買入れ減額計画を決定。
- 本会合での利上げの背景として、①オントラック、②上振れリスクへのリスクマネジメントが挙げられた。
- 展望レポートでは、経済・物価ともに上振れリスクが大きいとの認識。円安リスクが判断材料に。
- 総裁会見はタカ派トーンが目立った。先行き、複数回の利上げが講じられる可能性を示唆。
- もっとも、今後も日本銀行の想定通りに経済・物価が進展するかという点は不確実性が高い。
- 経済・物価の下振れリスクの高まりが、日本銀行が利上げを進める上での課題となろう。
- 金融政策見通し:基本シナリオは 2025 年 1 月会合での、0.5%への政策金利引き上げ。
- 生起確率の高いリスクシナリオとして、年内(2024 年 10-12 月期)の利上げ前倒しを想定。

2024 年 7 月の金融政策運営方針:0.25%への追加利上げ、3 兆円程度への国債買入れ減額を同時決定

7 月 30 日～31 日、日本銀行は金融政策決定会合を開催し、金融市場調節方針の変更および長期国債買入れ減額計画を決定した。すなわち、金融市場調節方針については、政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)を、従来の誘導目標である 0.0～0.1%から引き上げ、0.25%程度で推移するよう促すことを決定した。長期国債買入れ減額計画については、月間買入れ予定額を原則として毎四半期 0.4 兆円程度ずつ減額し、2026 年 1-3 月期に 3 兆円程度とすることを決定した。

政策金利引き上げ:コンセンサスではなかったが、大きなサプライズでもないタイミング

今回の会合では、前回 6 月会合で事前アナウンスのあった国債買入れ減額計画の決定と同時に、追加利上げが実施されるかどうか市場の大きな注目点となっていた。この点、Bloomberg による事前調査(調査期間:7 月 17 日～22 日、回答数:48)では、「次回の利上げ時期予想」の回答者割合は、7 月が 29%、9 月が 27%、10 月が 35%と、見方がほぼ三分されていた。僅差ではあるが、最も割合が高かったのは 10 月だったので、7 月利上げはコンセンサスではなかったと言えよう。もっとも、同調査での、「リスクシナリオとして最も早い利上げのタイミングはいつか」との問いには、94%のエコノミストが 7 月と回答しており、今回の会合での追加利上げ可能性は少なからず意識されていたとみられる。30 日夜に観測報道があったという側面を除いても、大きなサプライズを伴う決定ではなかったと言えよう。

追加利上げの根拠:オントラックとの評価とリスクマネジメントの観点

追加利上げの根拠として、①経済・物価がこれまで展望レポートで示してきた見通しに概ね沿って推移している点、②賃上げの動きに広がりが見られる点、③輸入物価が再び上昇に転じており、先行きの物価上振れリスクに注意が必要である点などが、今回の一連の公表資料で示された。すなわち、足元の経済・物価情勢が「オントラック」の経路を辿っており、かつ「リスクマネジメント」の観点で物価上振れリスクへの対応が必要との判断があったことが、今回の追加利上げの背景にあると読み取れる。

実質金利の低さを強調し、先行きも政策金利を引き上げていく可能性を示唆

また、声明文では、「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」としたほか、実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえ、「経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、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ことになる」との方針を示した。

実質金利の低さが強調されており、更なる利上げを講じたとしても、緩和的な金融環境は維持されるとの考えが見て取れる。経済・物価の下振れがなければ、先行きも政策金利を引き上げていく公算が大きそうだ。

国債買入れ減額計画：概ね市場コンセンサス通り、最終着地は「3兆円程度」

次に、長期国債買入れ減額計画についてである。こちらは前回6月会合にて、7月会合で具体的な減額計画を示すとの事前アナウンスに基づいた決定である。減額ペースについては、前述のとおりであるが、具体的な数字として、月間買入れ予定額について、2024年7月の5.7兆円から、8～9月は5.3兆円に減額、10～12月は4.9兆円に減額と、0.4兆円ずつ減額し、2026年1～3月には2.9兆円まで減額する計画が提示された。前出のBloombergの事前調査では、減額計画決定直後は月間買入れ額を5兆円に減額し、その後は毎四半期のペースで購入額を減らし、2年後に3兆円の買入れ規模になるとというのが中心的な見方だった。今回の減額計画は市場コンセンサスに概ね沿った内容になったと言えよう。なお、日本銀行の資料では、今回の減額計画の実施に伴い、日本銀行の保有国債残高が7～8%減少するとの試算が示されている。

経済見通し：2024年度は下方修正も、大きな変更はなし

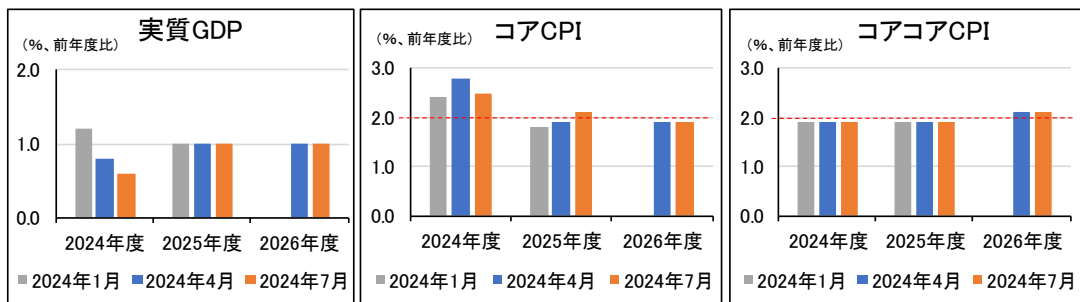
本会合では、四半期ごとに作成される「経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)」が公表された。その中で示された経済・物価見通し(政策委員の中央値、以下同)についてみると、実質GDP成長率見通し(前年度比)は、2024年度が+0.6%(前回4月見通しは+0.8%)、2025年度が+1.0%(同+1.0%)、2026年度が+1.0%(同+1.0%)との見通しが示された(図表1・左)。2024年度は-0.2%Ptの下方修正となるが、同レポートでは「前年度の統計改定の影響等」を要因として挙げている。いわゆるマイナスのゲタが大きくなったことによる、見た目の成長率の下振れを示唆しているとみられる。2025年度以降の見通しが据え置かれた点も踏まえると、実体経済の見通しに大きな変更はなさそうである。

物価見通し：コアCPIは政策要因で修正も、コアコアCPIは前回から据え置き

続いて物価見通しは、コアCPI(生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数、前年度比)について、2024年度が+2.5%(前回4月見通しは+2.8%)、2025年度が+2.1%(同+1.9%)、2026年度が+1.9%(同+1.9%)との見通しが示された(図表1・中央)。2024年度の下方修正については、「政府の施策がエネルギー価格を押し下げること」を主因とし、2025年度の上方修正は「こうした施策による押し下げの反動」を要因として挙げている。すなわち、コアCPIはあくまでも政策要因での下振れ・上振れとの説明である。

より基調的な物価指標と見做される、コアコアCPI(生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの消費者物価指数、前年度比)は、前回4月見通しから据え置きとなり、2024年度が+1.9%、2025年度が+1.9%、2026年度が+2.1%との見通しである(図表1・右)。物価の見通しについても、大きな変更はなかったと言えるだろう。

図表1 展望レポートでの政策委員の経済・物価見通し



	実質GDP			コアCPI			コアコアCPI		
	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度	2025年度	2026年度
2024年1月	1.2	1.0		2.4	1.8		1.9	1.9	
2024年4月	0.8	1.0	1.0	2.8	1.9	1.9	1.9	1.9	2.1
2024年7月	0.6	1.0	1.0	2.5	2.1	1.9	1.9	1.9	2.1

(注1) 政策委員見通しの中央値。(注2) コアCPIは生鮮食品を除くベース、コアコアCPIは生鮮食品・エネルギーを除くベースの消費者物価指数。
(出所) 日本銀行より、SBI新生銀行金融調査室作成

リスク評価：バランスは経済・物価ともに「上振れリスク」大、為替変動の物価への影響力の高まりに言及

このように、経済・物価見通しは前回4月の見通しから大きな変更はなかった。今回の展望レポートにおいて、より重要な点はリスクに関する評価だろう。下記のリスクバランスやリスク要因への認識・判断が、リスクマネジメントアプローチに基づく今回の利上げの背景にあると考えられる。

まず、リスクバランスについて、「経済の見通しについては、2025年度は上振れリスクの方が大きい。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」との評価が示された。物価はともかくとして、来年度の実体経済についても上振れリスクが大きいとの判断である。

また、茲許で特筆すべきリスク要因として、「企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとの、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面がある」との評価を示した。為替変動の物価への波及についての具体的言及となっており、先行きの輸入物価上昇を巡るリスク認識の背景にあるとみられる。

タカ派的なトーンが目立った総裁会見：複数回の継続的な利上げを示唆

今回の植田総裁の記者会見は、概してタカ派トーンの強い発言が目立った印象である(注：以降の総裁発言は筆者聞き取りに基づく)。

第1に、強気な印象を受けたのは、利上げが景気に与える影響についての認識である。政策金利、あるいは実質金利の水準の低さに照らして、今回の利上げが「景気に大きなマイナスの影響を与えるということはない」、「強いブレーキが景気等にかかるとは考えていない」といった、今回の利上げが景気回復を阻害しないというやや強気な見解が繰り返された。今回の利上げが「非常に低い水準での少しの調整」であるとの認識や、「大した利上げではない」との発言もあった。足元の経済・物価情勢に照らせば、今回の利上げの影響は基本的に軽微と判断しているものと考えられる。実質金利の水準の低さが強調されていたが、植田総裁の国内景気に対する基調判断や先行き見通しへの自信も垣間見える発言だった。

第2に、今後の政策金利引き上げについて、「0.5%の壁は特に意識していない」旨の発言があった。また、中立金利についての不確実性の認識は不変としつつも、「現状はその不確実な範囲からはかなり下にある」との見解を示した。こうした発言は、先行き、複数回の利上げをするにあたっての障壁の少なさを示唆していよう。

ビハインド・ザ・カーブの懸念、円安のリスク認識が政策判断理由の一つ

また、総裁の記者会見では、リスクマネジメントの観点において、「長期的な観点では、非常に低い水準にある金利を、経済・物価情勢に合わせて少しずつ調整しておいた方が、急激な調整リスクを減らすという意味で、全体ではプラスとの考え方もあり得る」旨の説明があった。また、こうした判断が今回の決定の一つの大きな理由になったことを示唆した。この点は、金融引き締めが後手に回ることで、インフレが想定以上に上振れ、急速な利上げを余儀なくされる、いわゆる「ビハインド・ザ・カーブ」への懸念を念頭に置いた発言とみられる。こうした点も日本銀行の政策スタンスが変化してきていることを示唆していると考えられる。

筆者は、7月会合時点では、日本経済の停滞から回復局面への移行の見極めが困難であり、また、物価目標達成の確度の一段の高まりを示すことも難しいとの考えのもと、10月利上げを基本シナリオとみていた。しかし、日本銀行は上振れリスクへの先手対応というリスクマネジメントの観点で、今回の会合での利上げに踏み切ったものと判断される。この点は、「円安を重要なリスクと認識して、政策判断の一つの理由とした」との総裁の発言のとおり、円安による物価上振れリスクへの先手対応の側面が大きいと考えられる。

7月会合の総括：緩和的と見做される範囲で利上げが進められる可能性が高い

今回の各種公表資料や総裁記者会見から得られる含意は、経済・物価の下振れが確認できなければ、少なくとも金融緩和度合いの調整と見做される範囲において、段階的に利上げが進められる可能性が高いという点であろう。名目中立金利の下限の目安と考えられる、1%程度への政策金利の引き上げ可能性を意識しておく必要がある。また、利上げのタイミングについても、経済・物価がオントラックであるかを点検する、展望レポート公表のタイミングにおいては、常に利上げの是非を検討していくことになるのではないかと。すなわち、早いタイミングであれば、次回2024年10月の展望レポート公表時の追加利上げも想定し得るだろう。

利上げ継続にあたっての課題は、経済・物価が今後もオントラックで推移するかどうか

もっとも、今回のリスクバランスの評価として、経済・物価ともに上振れリスクの方が大きいとした点は、やや楽観的な印象を受けた。2024年4-6月期の国内景気はV字回復とはならないと見込まれる¹ほか、底堅いと判断するには弱い動きが目立つ消費がこの先回復するかも不確実性が高い。金利上昇と円高が経済・物価の下押し要因となる可能性もあり、2024年度の成長率が潜在成長率を下回るリスクはもとより、マイナス成長に陥るリスクも意識される。物価上昇も消費回復が伴わなければ持続的・安定的とは言えず、金利を引き上げるにつれて、経済・物価が下振れするリスクへの目配りの重要性が高まっていくとみている。経済・物価が日本銀行の見通しに沿って進展するかどうかは不確実性が高く、利上げを段階的に進めていく上での課題になりそうだ。

半面、今回の利上げにより、先行きの経済・物価の上振れリスクへの対処の必要性や緊急性は低下していくのではないかとみている。そのほか、米国の金融政策を巡って、9月の利下げ可能性が高まっている点や、11月に米国大統領選挙を控えていることなども踏まえると、日本銀行はこうしたイベントの経済・物価や金融市場への影響を見極めた上で、次の政策変更に進む可能性が高いとみている。

金融政策見通し: 2025年1月会合での0.5%への利上げが基本シナリオ

以上、今回の会合結果を総合的に勘案し、筆者は日本銀行の金融政策について、2025年1月会合での0.5%への政策金利引き上げを基本シナリオとして見込む。ただし、利上げが年内に前倒しされる可能性は相応に高いとみており、展望レポートが公表される2024年10月会合、12月会合はライブ会合となるだろう。

～経済レポート配信サービスのご案内～

SBI 新生銀行金融調査室では、経済レポートの発表時に、レポートの題名と URL を E メールでお知らせする「経済レポート配信サービス」を実施しております。配信をご希望の方は、以下のリンクの新規登録フォームからお申込みください。

[経済レポート配信サービス | SBI 新生銀行](#)



¹ 詳細は、「[SBI 新生銀行 日本経済レポート：2024年4-6月期 GDP（1次速報）予測](#)」をご参照ください。

- 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