

2025年6月17日
りそなホールディングス 市場企画部
佐藤 芳郎

日銀金融政策決定会合：国債買入の減額ペースを削減することで良くも悪くも市場の安定に配慮してしまった日銀

要約

- 日銀は6月16-17日の金融政策決定会合で、政策金利を0.50%で据え置いた（全会一致）。日銀としては日米の貿易交渉の行方を見守る段階にあり、また事前のアナリスト調査でも全員が政策維持を予想していたことから想定通りの結果といえる。
- 他方、今回の注目となっていた国債買入削減（Quantitative Tapering: QT）の中間評価では、2026年4月以降は買入額を四半期ごとに月額2,000億円削減し、2027年1-3月時点で月次買入額が2兆円程度になることが公表された。これについても事前に報道されていた通りの決定とサプライズではなく、現行の四半期ごとに月額を4,000億円削減していく方針から、買入削減のペースを減速させることになる。超長期年限を中心とした足元の国債市場の混乱に配慮したものとみられる。
- 日銀は2026年6月の決定会合で国債買入の中間評価を再び行い、2027年4月以降の方針を決めていくとしている。日銀はマイナス金利と大規模緩和を解除してからも長期間にわたって巨額の国債を保有しており、日銀のバランスシートと短期金融市場の正常化が全く見えてこないことから、同中間評価で買入減額を継続させていくとの方針は不可避だろう。ただし、金融政策当局である日銀と政府の債務管理当局である財務省との立ち位置において、今回のQTペースの削減によって、あたかも日銀が国債市場の安定を維持する責任者であるかのように見えてしまうことは、長い目で見れば政府の財政規律を弛緩させてしまう懸念が残ることを意味している。

想定通りの金融政策据置き

日銀は6月16-17日の金融政策決定会合で、政策金利を0.50%で据え置いた（全会一致）。日米政府間ではトランプ米大統領による追加関税を回避するための交渉が継続しており、日銀としてはその行方を見守る段階にある。ブルームバーグによるアナリスト調査でも回答者53人の全員が今回会合の政策据置きを予想していたこともあり、結果は想定通りであったといえる。

国債買入削減の中間評価：買入ペースの削減を決定し、良くも悪くも市場の安定に配慮

他方、今回の会合の注目点となっていたのは国債買入の削減（QT）の中間評価である。日銀は、今回の中間見直しによって、2026年4月以降は四半期ごとに月次買入額を2,000億円削減し、2027年1-3月時点で月次買入額が2兆円程度になると公表した。即ち、4半期ごとに月次買入額を4,000億円削減し、2026年1月に月次買入額を2.9兆円程度とする現行の買入よりも、QTのペースを鈍化させることが決定されている。この決定についても、事前の観測報道の通りとなりサプライズではない。

この決定を踏まえて日銀の国債保有残高を試算すると（図表1）、日銀の国債保有残高は例えば今からおよそ10年後の2035年末頃でも240兆円程度を保有していることになる。日銀が保有する国債の大部分は金融機関が日銀に売却するものであり、金融機関に支払われる国債の売却金額は大部分が日銀当座預金に超過準備として残るこ

◎注意事項

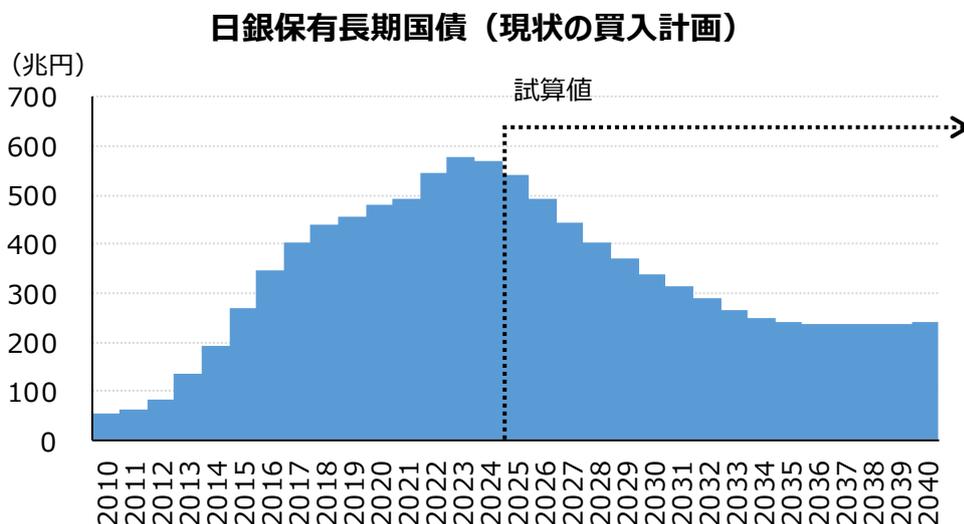
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

となる。この超過準備は、金利が付されなければ、短期金融市場に大量に出回ることになり、資金の供給過多によって短期金利が押し下げられることになり、日銀が通常の資金供給オペで短期金利を調節する機能を阻害する。即ち、今回のQTペース削減の決定によって、日銀はバランスシートの正常化とひいては短期金融市場が機能を取り戻す時期を更に後ずれさせることを決定したことになる。

日銀は2026年6月の金融政策決定会合で国債買入の減額について再び中間評価を行い、2027年4月以降の方針を決めていくとしている。上述の通り、日銀のバランスシートと短期金融市場の正常化が全く見えてこないことから、買入削減を続けていくとの方針は不可避となるだろう。弊社では、例え時間がかかり必要になったとしても、日銀が最終的に量的・質的金融緩和前のバランスシート規模まで正常化させていくのであれば、国債の月次買入額は1兆円程度までは減額される必要があると見ている。

図表 1：マイナス金利政策と量的・質的金融緩和を解除した後も日銀の巨額の国債保有は続く



備考 1：2027年4月以降は月次買入額の2兆円程度が維持されるものとして試算

備考 2：各年限の買入オペでは2年、5年、10年、20年、30年債のカレント銘柄が買入れられる前提としている

出所：日本銀行、りそなホールディングス

日銀として、今回のQTペースの減速は、超長期年限の金利乱高下を中心とした足元の国債市場の不安定な動きに配慮したものと思われる。しかし、金融政策当局である日銀と政府の債務管理当局である財務省との立ち位置において、今回の決定は、あたかも日銀が国債市場金利の安定と、ひいては国債発行の安定消化に責任があるかのような印象を植え付けてしまっていないだろうか。現在の金融政策の枠組みにおいて、日銀は政策ツールは短期金利操作としており、国債を含めた市場金利は市場で決定されるのが望ましいとしている。日銀が過度に国債市場の安定に配慮することは、市場が自由な金利形成を促す機能を低下させ、長い目で見れば政府の財政規律を弛緩させてしまうことにつながりかねない。

声明文から「賃金と物価の好循環」が削除され、当面の金融政策判断は物価よりも景気重視へ

今回公表の声明文を前回と比較すると（図表 2）、全体としてトランプ関税を念頭に置いたと見られる前回の内容

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

が踏襲されており、意味のある変更は全く加えられていない。日本政府はいわゆるトランプ関税の追加関税を回避するべく交渉を重ねているものの、依然として具体的な内容が妥結される様子が見えてこない。日銀としては、良くも悪くも交渉結果が具体化しないかぎり、関税の景気に対する影響と金融政策の先行きを判断することが難しいだろう。

図表 2：前回と今回の声明文比較

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等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。輸出や鉱工業生産は、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。企業収益が改善傾向にあるも、~~（業況感は良好な水準を維持している。こうしたもて、~~ **削除** 設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さが見られるものの、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。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くも、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、**足もとは 3%台半ば（3%台前半から上方修正）**となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるも、緩和的な金融環境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る。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、成長率を高めていくと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）については、これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるも人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はきわめて高く、その金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

備考 1：修正部分の加工はりそなホールディングスによる

備考 2：展望レポート公表の有無によって、会合ごとに声明文の形式が異なるため、比較可能な部分と注目部分をりそなホールディングスが抜粋している

出所：日本銀行、りそなホールディングス

日銀の次回利上げ予想時期：市場コンセンサスは今年 10 月もしくは来年 1 月、弊社は今年 10 月

日銀の次回利上げ予想時期について、トランプ関税が発動される以前は 7 月との見方が主流であり、弊社でも早ければその可能性もあるとはしてきた。しかし、トランプ関税が発動され、更に米中貿易対立が深刻化してからは、景気に対する慎重な見方が強まり、市場では日銀の次回利上げは今年 10 月から来年 1 月という見方が主流となっている。弊社でも、トランプ米大統領の経済政策が不透明であること、今回の会合で決定された QT ペース削減の影響を確認する必要があること、そして 7 月下旬には参議院選挙が行われることで政府運営が更に不安定化する可能性があることなどから、メインの見通しは 10 月としている。現状、日本に対しては自動車に対する 25%の追加関税と 10%の相互関

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

税が発動されており、実務的に日本経済全体に対する影響を点検する上では、少なくとも7月1日に公表される6月調査の短観や8月15日に公表される4-6月期のGDP一次速報を日銀としては確認する必要があるだろう。日米政府の交渉の結果としてトランプ関税がより厳しいものになるという可能性は否定できないものの、日本が関税交渉の最悪シナリオを回避した上で経済が持ちこたえることが出来るとの見通しを前提に、次回の利上げは10月になると弊社では引き続き想定している。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。