

2024 年 7 月 31 日 全 6 頁

「国債買入減額」と「追加利上げ」が長期金利と経済活動に与える影響は限定的か

2024 年 7 月金融政策決定会合で日銀は金融緩和の縮小姿勢を明確化

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎
エコノミスト 中村 華奈子

[要約]

- 【7 月金融政策決定会合】2024 年 7 月 30 日、31 日に開催した金融政策決定会合において、日本銀行（以下、日銀）は前回の会合で予告していた長期国債買入れの減額計画（以下、減額計画）を示した。さらに、短期金利の誘導目標を 0.25%程度に引き上げることを選んだ。日銀は先行きの追加利上げを示唆するなど、金融緩和の度合いを縮小する姿勢を明確に示した内容であった。
- 【長期金利への影響】減額計画期間における日銀の保有国債残高の減少が長期金利に与える影響を試算すると、24 年度末時点で 0.04%pt 程度、25 年度末で 0.15%pt 程度の上昇圧力がかかるとみられる。もっとも、長期金利により大きな影響を与えるのは短期金利の動向だ。当社の短期金利見通しに従えば、「短期金利引き上げ要因」によって、長期金利には 24 年度末時点で 0.22%pt 程度、25 年度末で 0.47%pt 程度の上昇圧力がかかるとみられる。
- 【実体経済への影響】長短金利の上昇がなかった場合と比較し、実質 GDP は 2026 年 1-3 月期時点で 0.1%程度押し下げられると試算される。長期と短期の金利上昇はいずれも実質 GDP を下押しするが、影響は短期金利の方が大きい。イールドカーブの起点である短期金利は貸出金利など種々の金利に波及しやすいほか、期間別貸出のボリュームゾーンも短期に集中しているためである。需要項目別には設備投資の下押しが大きくなると試算される。
- 【金融政策見通し】日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、2025 年 1-3 月期に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は年 0.50%pt（年 2 回）のペースで追加利上げを行うと当社では見込んでいる。

【7月金融政策決定会合】「国債買入減額計画」と「追加利上げ」を決定

2024年7月30日、31日に開催した金融政策決定会合において、日本銀行（以下、日銀）は前回の会合で予告していた長期国債買入の減額計画（以下、減額計画）を示した。さらに、短期金利（無担保コールオーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%程度から0.25%程度に引き上げることを決めた。

公表文では、『展望レポート』で示した経済・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¹との考えが明記された。「国債買入減額」と「追加利上げ」によって長短金利の双方の上昇を促すことに加え、先行きの追加利上げを示唆するなど、金融緩和の度合いを縮小する姿勢を明確に示した内容であった。

背景には、賃金と物価の循環的な上昇メカニズムが、概ね日銀の想定通りに機能していることがある。24年春闘での大幅な賃上げを受け、厚生労働省「毎月勤労統計調査」における直近の5月の所定内給与は前年比+2.1%へと高まり、1994年12月以来の高い伸び率を記録した。企業が人件費の増加分を販売価格に転嫁する動き（日銀の整理²という「第二の力」）が強まり、基調的なインフレ率が上昇していく可能性は確かに高まっているようだ。

実際、今回の会合での決定内容と併せて公表された「経済・物価情勢の展望（2024年7月）」（以下、展望レポート）では、消費者物価指数（除く生鮮食品）の政策委員見通しの中央値が24年度で前年度比+2.5%、25年度で同+2.1%、26年度で同+1.9%と、物価安定目標の水準である2%を当面の間上回る状況が続くとの見通しが示された。さらに、輸入物価が再び上昇に転じており、24年度から25年度にかけて上振れリスクが大きいと評価している。足元では実体経済の回復ペースは緩慢であるものの、物価の上振れリスクへの対応を重視し、利上げに踏み切ったとみられる。

¹ 日本銀行「[金融市場調節方針の変更および長期国債買入の減額計画の決定について](#)」（2024年7月31日）

² 植田和男「[最近の金融経済情勢と金融政策運営-大阪経済4団体共催懇談会における挨拶-](#)」、2023年9月25日。

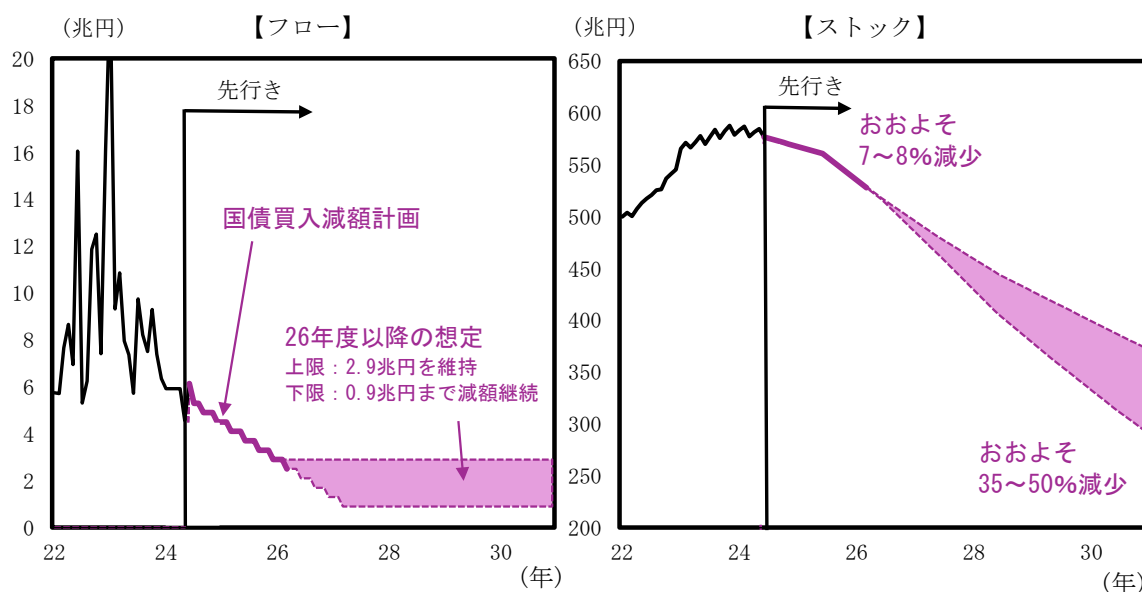
【国債買入減額の影響】長期金利の上昇圧力は当面の間は限定的か

減額計画では、月間の長期国債の買入れ予定額が原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額される。2024 年 7 月で 5.7 兆円程度の買入れ額は 24 年度末で月額 4.5 兆円程度、25 年度末で同 2.9 兆円程度へと減額される予定であり、日銀の保有する国債残高は「おおよそ 7～8% 減少」³すると見込まれている（図表 1）。

国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保するため、日銀は 25 年 6 月の金融政策決定会合で減額計画の中間評価を実施する。また、長期金利が急騰する場合には買入れ額の増額等を機動的に実施するとともに、必要な場合には、金融政策決定会合において減額計画を見直す方針である。

減額計画で示されていない 26 年 4 月以降の国債買入れ額について、図表 1 左で示したように上限（26 年 3 月の月額 2.9 兆円程度を維持）と下限（一定の資金供給ニーズを考慮しつつ同 0.9 兆円程度まで減額を継続）を想定し、一定の仮定を置いて 30 年末までの日銀の保有国債残高の先行きをバンドで示したものが図表 1 右だ。国債買入れ額の上限ケースにおける日銀の保有国債残高は 30 年末時点で 370 兆円程度（24 年 6 月対比で ▲35% 程度）、下限ケースで 290 兆円程度（同 ▲50% 程度）と試算される。

図表 1：日銀の月間国債買入れ額の想定（左）、日銀保有国債残高の先行き（右）



(注) 日本銀行の国債保有残高は「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」ベースの金額。2024 年 1～6 月のフローベースの国債購入額を残存期間別に算出し、残存期間別の買入ウェイトを計算した。これと国債買入れ額を掛け合わせることで残存期間別の国債購入額見通しを作成し、国債保有残高を算出している。

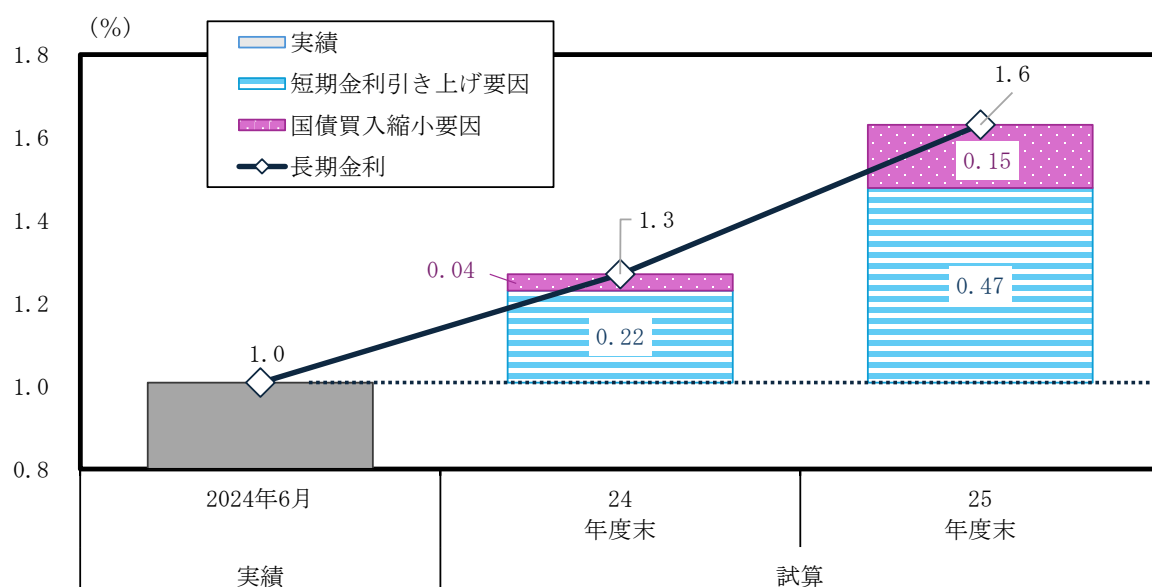
(出所) 日本銀行より大和総研作成

³ 日本銀行「[2024 年 7 月金融政策決定会合での決定内容①：金融市場調節方針の変更](#)」（2024 年 7 月 31 日）

日銀が保有する国債残高を減らせば、国債市場の需給が緩み、長期金利に上昇圧力がかかる（長期国債の価格には低下圧力がかかる）。[久後・中村\(2024\)](#)⁴の長期金利関数を基に、減額計画期間における日銀の保有国債残高の減少が長期金利に与える影響を試算すると、24 年度末時点で 0.04%pt 程度、25 年度末で 0.15%pt 程度の上昇圧力がかかるとみられる。当面の間は国債買入減額による金利上昇圧力は限定的となろう。だが、日銀の保有国債残高の減少ペースが時間を追うごとに加速することで、金利上昇圧力が強まっていくことには注意が必要だ。

長期金利により大きな影響を与えるのは短期金利の動向だ。当社の短期金利見通しに従えば、「短期金利引き上げ要因」によって、長期金利には 24 年度末時点で 0.22%pt 程度、25 年度末で 0.47%pt 程度の上昇圧力がかかるとみられる。

図表 2：長期金利の見通し



(注)「国債買入縮小要因」は同時点とそれぞれの年度末における「日銀の国債保有割合」の差、「短期金利引き上げ要因」は当社の短期金利（無担保コールレートオーバーナイト物）見通しの差に、長期金利関数のパラメーターを乗ずることで、追加的な長期金利の上昇幅を算出。当社では、短期金利を 2024 年度末で 0.5%、25 年度末で 1.0%と見込んでいます。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、U.S. Treasury、Haver Analytics より大和総研作成

⁴ 久後翔太郎・中村華奈子(2024)『[『国債買入減額+利上げ』だけで長期金利は2%超えか](#)』、大和総研レポート、2024 年 6 月 12 日

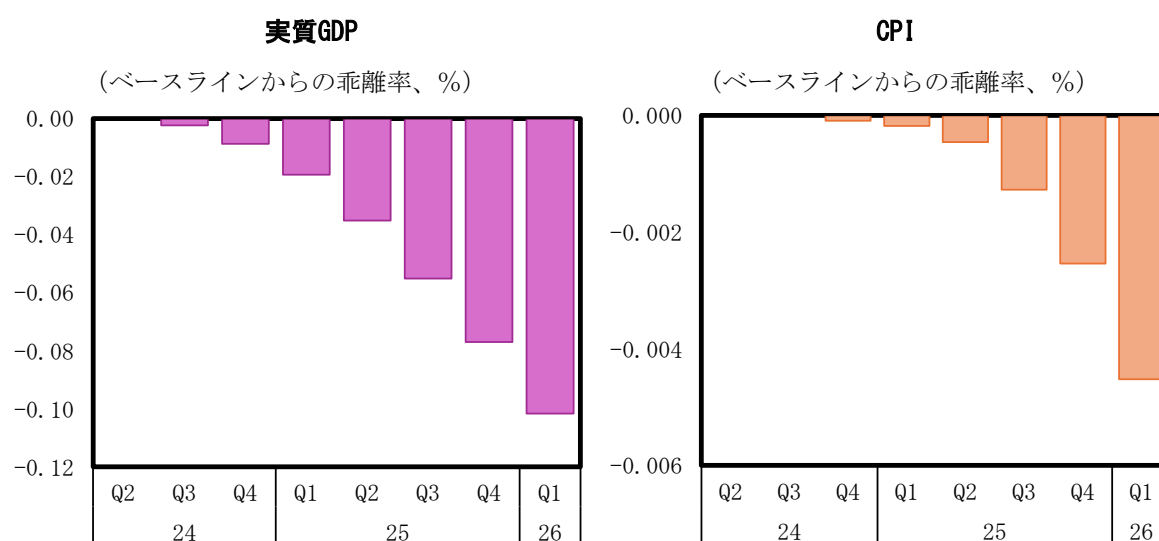
【買入減額の経済への影響】実質 GDP と CPI を下押しも影響は限定的

減額計画と追加利上げは、長短金利の双方の上昇を通じて実体経済に影響を与えるとみられる。**前掲図表 2** で示した長期金利の上昇と短期金利の 0.25% への引き上げが実質 GDP と CPI に与える影響を当社のマクロモデルを用いて試算したものが**図表 3** だ。

長短金利の上昇がなかった場合と比較し、実質 GDP は 2026 年 1-3 月期時点で 0.1% 程度押し下げられるとみている。長期と短期の金利上昇はいずれも実質 GDP を下押しするが、影響は短期金利の方が大きい。イールドカーブの起点である短期金利は貸出金利など種々の金利に波及しやすいほか、期間別貸出のボリュームゾーンも短期に集中しているためである。需要項目別には設備投資の下押しが大きくなると試算される。

他方、CPI への影響は非常に小さい。ただし、今回の追加利上げを契機に金融緩和の縮小ペースが早まるとの思惑が高まることで円高が進行すれば、CPI への下押し圧力は実際にはより強く現れる可能性があることには留意が必要だ。

図表 3：長短金利上昇が実質 GDP と CPI に与える影響



(注) 2024 年 7 月の金融政策決定会合で示された国債買入れ減額と追加利上げによる長短金利の上昇による影響を大和総研の短期マクロモデルを用いて試算。ベースラインは長短金利ともに 24 年 6 月の水準から横ばいと置いている。

(出所) 各種統計より大和総研作成

【金融政策見通し】2025 年 1-3 月期に 0.25%pt の追加利上げを予想

日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、2025 年 1-3 月期に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は年 0.50%pt（年 2 回）のペースで追加利上げを行うと当社では見込んでいる。

前述のように、賃金の上昇基調が続く中、企業は人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きを強めることで、基調的なインフレ率は高まっていくだろう。実体経済に目を向けても、24 年 7-9 月期にも実質賃金が上昇基調に転じる見込みであり、1-3 月期まで 4 四半期連続で減少した個人消費の回復が期待される。インフレ基調の強まりと実体経済の持ち直しという両面から、25 年 1 月には追加利上げを行う環境が整うとみている。

もともと、実質短期金利（コールレートからインフレ率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される⁵。実質金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。

⁵ 詳細は当社の「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 3 月 11 日）を参照。