



～日銀金融政策決定会合（2024年7月）～

追加利上げを決定し、利上げ継続の可能性を示唆

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

政策金利を0～0.1%程度から0.25%程度とする追加利上げを決定

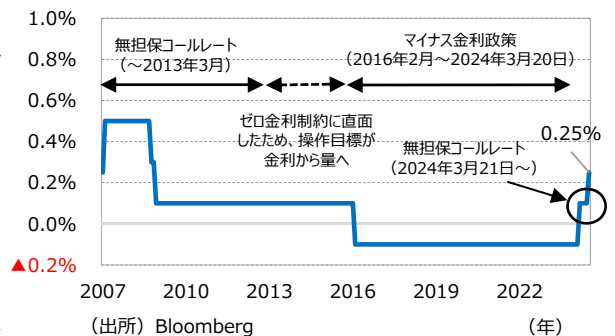
日銀は7月30、31日に開催した金融政策決定会合で、現在の0～0.1%程度の政策金利（無担保コールレート）を0.25%程度に引き上げる（図表1）と同時に、前回6月会合でアナウンスされたように、長期国債買入れに関する今後1～2年程度の減額計画が公表されました。決定内容自体は、31日午前2時に日本経済新聞が報じた「日銀が追加利上げ検討、0.25%に量的引き締めも決定へ」との記事に沿ったものとなりました。上記記事が報じられる直前までは、個人消費の低迷などを理由に今回は追加利上げが見送られるとの見方が市場の大勢を占めていました。今回追加利上げを決定すると、市場はサプライズと受け止め、大幅な株安・金利上昇・円高につながる可能性があったことから、事前に報道機関を通じて追加利上げを市場に織り込ませることで、そうした事態を回避する狙いがあったとみられます。

今回、日銀が利上げに踏み切った主な背景として、①日銀の見通しに沿って概ね物価が推移していること、②円安の進行などによる物価の上振れリスクへ対処する必要性（円安進行に歯止めをかけ家計の物価高懸念を和らげたいとの政府の意向）などがあったとみられます。

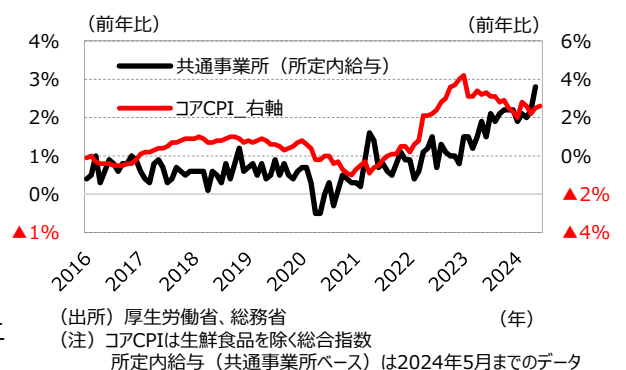
①については、6月会合後の記者会見で植田日銀総裁は、物価に関する『第一の力（円安などによる輸入物価上昇を価格転嫁する動き）』と『第二の力（賃金上昇による物価上昇圧力）』の拮抗について、「もう少し見極めたいというのが、割と正直なところ」と述べるにとどめていました（賃金と物価の動向は図表2参照）。しかし、次頁図表3の展望レポートに示されているように、日銀は足もとまでの経済・物価動向は想定通りで、個人消費動向も含めて景気腰折れのリスクは小さいと判断し、今回利上げに動いたとみられます。また、展望レポートでは「企業の賃金・

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面がある」とした上で、「物価の見通しについて、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい」との見方が示されました。4月の展望レポート公表時点では2024年度のみについて「上振れリスクの方が大きい」としていたものの、今回は2025年度についても同様のリスクを指摘した格好となりました。

【図表1 政策金利の推移】
2007年1月～2024年7月、月次



【図表2 コアCPIと所定内給与】
2016年1月～2024年6月、月次



※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

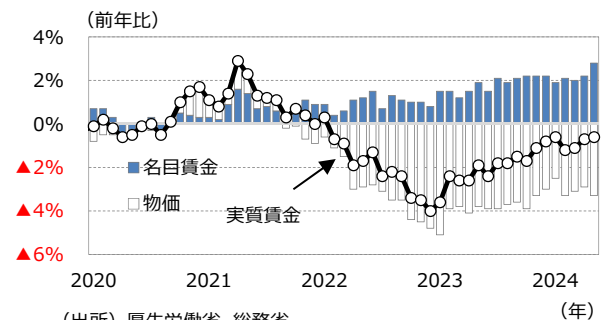
②については、11日から12日にかけて政府・日銀による円買い為替介入が取り沙汰された後、31日に三村財務官がBloombergのインタビューの中で、円安について「輸入物価を押し上げて国民生活に影響を与えるなどデメリットが大きい」と懸念を示していました。金融政策は為替誘導が目的ではないものの、日銀が今回利上げを見送り、円安が再燃することへの警戒感を政府が強く認識していたものとみられます。円安進行により実質賃金改善が遅れることで、家計の物価高への不満を高めることを政府は避けたかったと推察されます（実質賃金の推移は図表4参照）。

【図表3 経済・物価見通し（展望レポート）】
2024年度～2026年度

(前年度比)			
	実質GDP	消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	消費者物価指数 (生鮮食品及びエネルギーを除く)
2024年度	0.6% ↓	2.5% ↓	1.9%
4月時点	0.8%	2.8%	
2025年度	1.0%	2.1% ↑	1.9%
4月時点		1.9%	
2026年度	1.0%	1.9%	2.1%
4月時点			

(出所) 日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成
(注) 政策委員見通しの中央値

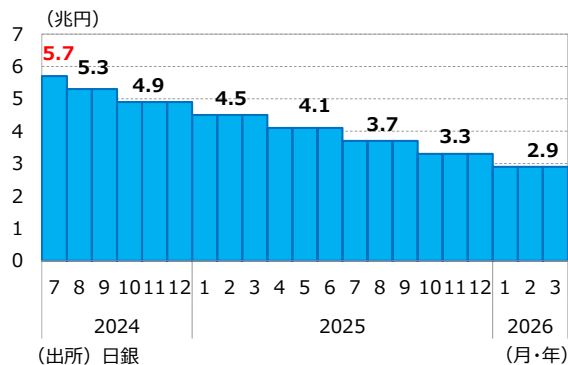
【図表4 実質賃金の推移】
2020年1月～2024年5月、月次



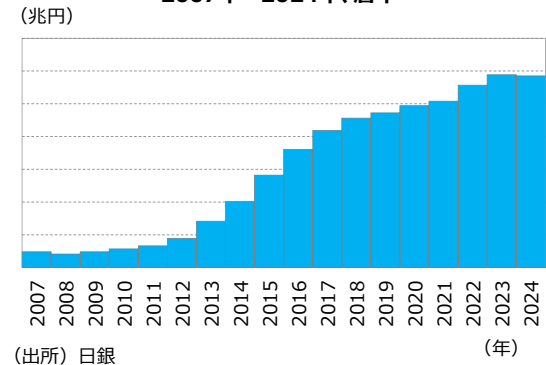
長期国債の買入れ額を、2年かけて3兆円程度へ半減する計画

長期国債買入れの減額計画については、現状6兆円程度の買入れ額を毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1-3月期に3兆円程度に半減することが決定されました（図表5）。また、2025年6月の金融政策決定会合で中間評価を実施するとしています。長期国債の買入れは、2013年に黒田前日銀総裁の体制下で導入された大規模な金融緩和策の柱の一つであったものの、結果として、日銀が保有する国債は発行残高の半分以上まで膨れ上がり（図表6）、国債市場における流動性の低下や財政規律を歪めるといった弊害が指摘されていました。今会合で策定した長期国債買入れの減額計画のもとで、日銀が保有する国債を減らし、長期金利がより自由な形で形成されることを促していくといった狙いがあります。

【図表5 日銀による長期国債買入れに関する減額計画】
2024年7月～2026年3月、月次



【図表6 日銀の長期国債保有残高の推移】
2007年～2024年、暦年



(次頁へ続く)

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

日銀は利上げ継続方針を明確化

日銀は今後の金融政策運営について、展望レポートで図表7の通り示しました。4月時点の運営方針にあった「内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い」との文章が削除された上で、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、（展望レポート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、金融緩和の度合を調整していくことになる」との文言に改められました。実質金利がきわめて低い水準との認識を明確にし、引き続き政策金利を引き上げる方針も強調した格好となっています。

会合後の記者会見で植田日銀総裁は、今後の利上げの考え方について「現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえると、今回示した経済・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」と説明しました。また、中立金利は不確実性があるとの認識を示した上で、「（政策金利は）中立金利よりかなり下にある」と述べ、利上げ余地があることを示唆しました。日銀は今後、国債買入れ減額のもとで、上述の方針に基づいて着実に利上げを進めていくとみられます。

【図表7 今後の金融政策運営に関する表現（展望レポートより抜粋）】

4月	7月
金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、 この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い 。 以上のような経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている。 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。	金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、 現在の実質金利がきわめて低い水準であることを踏まえると、以上のような経済・物価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 と考えている。 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

(出所) 日銀

(次頁へ続く)

※上記は過去の実績および将来の見通しであり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

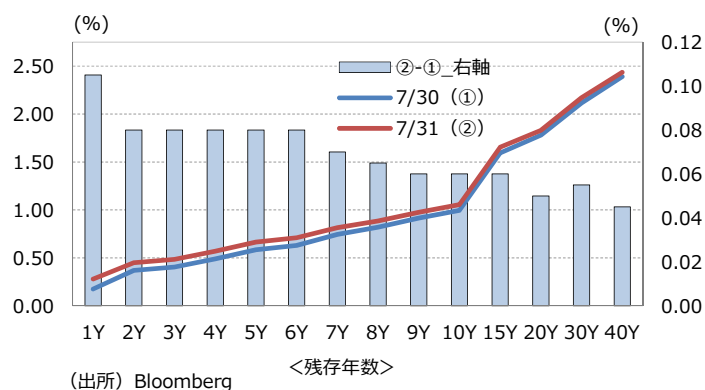
7月会合の結果を受けた債券市場の反応と今後の見通し

今会合で日銀は6月会合での予告通り、毎四半期4,000億円程度ずつ長期国債買入れを減額することを決定し、2年後には月間買入れ額を現行の約5.7兆円から3兆円程度まで引き下げる計画をアナウンスすると同時に、政策金利を0～0.10%程度から0.25%程度に引き上げました。会合前の段階では長期国債買入れ減額と追加利上げを同時に行うことは難しいとの見方が多数派であったために利上げの決定は一定程度サプライズであり、会合後の国債利回りは利上げの影響を受けやすい短中期ゾーンを中心に全年限で上昇しました（図表8）。

国債買入れの減額規模及びペースについてはマーケットの事前予想通りであり、2年後の日銀国債保有割合の減少幅も7～8%にとどまることから、長期ゾーンを中心に懸念された日銀保有割合の低下に伴う金利上昇（ストック効果の剥落）については一旦材料出尽くしとなりました。しかし、会合後の会見で植田日銀総裁は、①経済・物価が日銀の見通しに概ね沿って推移しており、先行きは物価が上振れするリスクに注意する必要がある、②中立金利水準の不確実性を考慮してもこの先の政策金利調整はまだしばらくはかなり低い範囲での調整にとどまると言える、といった趣旨の発言を繰り返し、今後利上げを継続した場合に直近利上げ時の上限となった0.5%を超える水準までの引き上げに抵抗がないことも示唆しました。

マイナス金利解除後4か月で次の利上げに踏み切った日銀の行動と、上記のようなコミュニケーションを経て、弊社では次回利上げ想定時期を年末・年始頃まで前倒しすることを検討しており、市場が同様の織込みを進めた場合、比較的早期に10年国債利回りが1.2%台～1.4%台まで上昇する可能性には注意が必要と考えています。

【図表8 日銀金融政策決定会合のイールドカーブ変化】



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

投資信託にかかるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、**預貯金や保険と異なります**。また、**投資元本が保証されているものではなく**、基準価額の下落により損失を被り、**投資元本を割り込むことがあります**。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかる費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・ 購入時手数料 **上限3.3%（税込）**
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・ 信託財産留保額 **上限0.5%**
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・ 信託報酬 **上限 年率1.9525%（税込）**
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
- その他の費用・手数料・・・ 監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

<ご注意>

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

サービスデスク 0120-712-016

（受付時間：営業日の9：00～17：00）

商号等：東京海上アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第361号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【一般的な留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。