日銀金融政策の回顧と展望

野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト
木内　登英

1．市場との対話に課題

2024年に開始された日本銀行の金融政策の正常化策は、2025年も続いた。しかし、トランプ関税、金融緩和の継続を望む高市政権の発足など、日本銀行は追加利上げの障害にも直面した１年となった。

〈目　次〉

1．市場との対話に課題
2．トランプ関税による利上げの一時停止
3．進展するQT（量的引き締め策）
4．ETFを100年以上かけて売却する方針
5．日米中央銀行の独立性への脅威
6．高市政権との調整と追加利上げ
7．ターミナルレート（政策金利の到達点）の模索

2025年１月24日に日本銀行は、政策金利を0.25％程度から0.5％程度へと引き上げた。利上げは2024年７月以来半年ぶりだった。

日本銀行の総裁、副総裁が事前に、この会合で「利上げを行うかどうか議論し、判断する」と揃って述べ、金融市場の地均しを進めていた。そのため、金融市場は直前には利上げをほぼ織り込んでおり、利上げによる混乱は生じなかった。

しかしそれまでの間、金融市場の利上げ観測は大きく揺れ動いた。2024年９月の金融政策決定会合後の記者会見では、植田総裁は利上げ実施までに「時間的余裕はある」と発言したため、金融市場の利上げ観測は後退する一方、2024年10月の会合では、米国経済の下振れリスクの緩和を受けて、「時間的余裕はあるとの表現を今後は使わない」と総裁が発言したため、金融市場の利上げ観測は高まった。さらに2024年12月の会合では、追加利上げには、春闘での賃上げの動きとトランプ次

期政権の経済政策の影響を見極めることが必要、と総裁が述べたことで、金融市場の利上げ観測は再び遠のき、2025年３月以降との見方が強まったのである。

日本銀行は、そのようにして後ずれした金融市場の利上げ観測を無理に前倒しさせ、今回の利上げ実施を金融市場に織り込ませたように見える。利上げ時期を巡る金融市場の観測は、日本銀行の情報発信によって会合ごとに大きく振られており、日本銀行と市場との対話には課題を残すことになった。

市場との対話がぎくしゃくした背景には、日本銀行の政治への配慮があるのではないかと推察される。直前になって日本銀行が利上げを金融市場に一気に織り込ませたうえで実施したのは、政治側からの利上げへの抵抗がやや緩んだタイミングを捉えたからではないか。

２．トランプ関税による利上げの一時停止

日本銀行は、2025年１月に利上げを決めた理由として、１月20日のトランプ米大統領就任演説で示された経済政策とそれに対する金融市場が想定内であったことを挙げた。

ところが、その後に状況を一変させたのは、トランプ政権が４月に打ち出した相互関税だった。日本に対して24％など、高水準の相互関税を各国に課した。米国の相互関税に反発した中国との間では、報復関税の応酬に発展し、米国は中国に対して135％、中国は米国に対して125％という極めて高い関税率をお互いに課した。これを受けて、世界の金融市場では世界経済が悪化するとの懸念が高まり、株価が急落するなど金融市場は混乱した。そうした環境変化は、日本銀行の金融政策の正常化にも大きな障害となったのである。

トランプ関税を受けて日本銀行の金融政策姿勢が変わったことを強く印象付けたのは、2025年５月１日の金融政策決定会合だった。日本銀行が政策金利の据え置きを決定したことは金融市場の事前予想通りだったが、日本銀行が物価安定目標達成の時期を事実上後ずれさせたことで、追加利上げ観測が大きく後退した。

記者会見で植田総裁は、基調的な物価上昇率が「伸び悩む」、「足踏みする」という表現を用いた。基調的な物価上昇率の上昇ペースがより緩やかになるだけであれば、利上げのペースが緩やかになることを意味するのだろうが、基調的な物価上昇率が「伸び悩む」、「足踏みする」のであれば、その間、利上げは停止されると考えるのが自然だろう。日本銀行は事実上、利上げの一時停止局面に入ったのである。

「基調的な物価上昇率は２％に向けて着実に上昇を続けている」との前提は崩れ、「賃金と物価の好循環」が続くとの認識についても、再びその根拠が問われるようになった。この先、賃金上昇率が顕著に下振れる可能性

が出てきたうえ、日本銀行が従来指摘してきた、賃金上昇のサービス価格への転嫁もなお顕著に見られていない。利上げの一時停止を事実上宣言した後の世界は、日本銀行も見えていなかったのである。

その後、日本銀行は「海外の経済・物価動向を巡る不確実性は極めて高く」、あるいは「なお残る」といった表現を用いるようになった。これはトランプ関税がもたらす影響を意味しているものだが、こうした慎重な表現が使われている間は、追加利上げは視野に入っていないことを金融市場に伝える明確なメッセージとなった。日本銀行が市場との対話を重視する姿勢が、この点に伺われた。

日本銀行は2025年10月31日の金融政策決定会合後に公表した展望レポートでも、「各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いている」と引き続き記述した。

2025年12月の決定会合で日本銀行が追加利上げに踏み切るとすれば、その前の総裁・副総裁の講演などで、この文言を修正することが予想された。それは実際に起こったのであるが、それについては後に述べたい。

3．進展するQT（量的引き締め策）

トランプ関税の影響で、日本銀行の利上げは事実上一時停止に追い込まれたが、その間も、金融政策の正常化のプロセスは進められた。

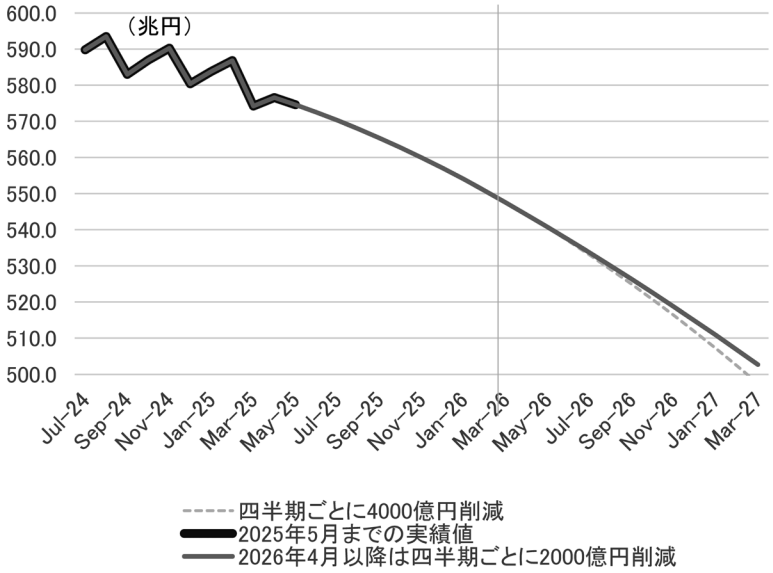
日本銀行は2024年７月に保有国債の残高を削減するQT（量的引き締め策）に着手したが、2025年６月の金融政策決定会合では、2026年１－３月までの長期国債買い入れ減額計画の中間評価と、2026年４－６月以降の新たな減額計画を行うことが予定されていた。

毎四半期4,000億円程度ずつ減額するというそれまでの方針については維持が決まった。他方、2026年４－６月以降についても減額の方針は維持されたが、減額のペースは毎四半期2,000億円程度ずつへと半減させた（図表１）。

日本銀行は、国債市場の機能回復のため、そして事実上の財政ファイナンスのリスクを低減させる観点からも、長期国債の買い入れ減額を進める必要がある。

ただし、長らく日本銀行が長期国債を積極的に買い入れ、残高の半分以上を保有した、そうした特殊な市場環境の正常化を一気に進めると、長期・超長期金利が上昇するなど、市場を混乱させる恐れもある。日本銀行は、国債市場の機能回復と国債市場の安定維持という相反する２つの目的を同時に達成することが求められたのである。そこで、長期国債買い入れ減額を実施するが、減額のペースを当初は小さく抑えることで、２つの目的を同時に達成することを目指した。それが、四半期ごとに4,000億円程度ずつ減額するという現行の方針である。そのもとでは、国債買い入れの減額規模は、当初は小さく抑えられた。

（図表１）　日本銀行の長期国債保有残高シミュレーション



（出所）日本銀行より野村総合研究所作成

日本銀行の説明によると、現行方針の国債買い入れ減額が行われる2026年１－３月時点で、月間の長期国債の買い入れ額は2.7兆円程度、新たな減額方針のもとでの2027年１－３月時点の月間の長期国債の買い入れ額は2.1兆円程度となる。また、2027年３月時点で国債買い入れ減額前の2024年６月と比べて、日本銀行が保有する長期国債は16～17％減少するとしている。それ以降の国債買い入れ計画については、2026年６月の決定会合での中間評価時に検討・公表を行う。

長期国債の買い入れ減額を月間２兆円までの低下で止め、その水準を維持する際には、日本銀行が保有する国債の残高は、年率11％程度のペースで減少する計算となる。その場合、その後９年程度で日本銀行が保有する長期国債は償還によりなくなることになる計算だ。

市場参加者は、2026年４月以降の国債買い入れ額の減額ペースの増減以上に、どの水準で減額を停止するのかについて、より大きな関心を持っていたように見える。今回日本銀行は、月間の長期国債買い入れ額の下限の目途を明確には示さなかったが、２兆円に近い水準まで低下する時点に次の計画の終了時点を設定したことで、暗に２兆円が下限になることを示唆したとも推察できる。

2026年６月の中間評価の時点では、月間の長期国債買い入れ額の下限について、日本銀行はより明確な説明をするだろう。そして、いずれかの時期には、長期国債の保有をどの水準まで削減するかについて、市場に示唆を

与えることが求められる。

こうした一連のガイダンスを通じて、日本銀行は、先行きの国債需給についての市場の予見性を高め、市場の安定を維持することを目指すのである。

4．ETFを100年以上かけて売却する方針

日本銀行は2025年９月19日の金融政策決定会合で、保有するETF（指数連動型上場投資信託受益権）、J-REIT（不動産投資法人投資口）の売却を実施することを決定した。日本銀行が金融システム安定の観点から銀行より買い入れた株式の売却が2025年７月に終了し、その経験を活かしてETF、J-REITの売却に着手すると説明された。実際には、銀行から買い入れた株式売却を続ける中で、ETFの売却を仮に始めていれば、株式市場に悪影響を与えてしまうことを日本銀行は警戒したのだろう。

売却は市場に対して時価で実施する。銀行より買い入れた株式の売却は時価で年間6,200億円程度、市場全体の売買代金に占める売却割合で0.05％程度の規模で実施したが、これと同様に、ETFについても時価で年間6,200億円程度（簿価で3,300億円程度）、売却割合で0.05％程度とする。J-REITの売却は、時価で年間55億円程度（簿価で50億円程度）、売却割合で同じく0.05％とする。

2025年９月10日時点で日本銀行が保有するETF（簿 価）は37兆1,862億 円、J-REIT（簿価）は6,550億円だった。これを上記のペースで売却する場合、112.7年、131.0年かかる計算となる。これは本当の意味での出口のスキームとは言えないのではないか。

日本銀行は、政策金利の引き上げ、国債保有残高の削減に次いで、ETF、J-REITについても売却を始めることで、全ての非伝統的政策手段の正常化に着手することに最大の狙いがあったように思われる。

しかし、このペースでの売却では完了までに膨大な時間がかかることを踏まえれば、緩やかなペースで市場売却を続けるのではなく、植田総裁の任期中、あるいは次期総裁のもとなどで、受け皿機関などにETF、J-REITをまとめて移管するようなオフバランス化の出口戦略が、別途講じられることも予想される。

この枠組みは正常化の最終形とは言えず、正常化に着手したことの証拠づくりの意味合いが強いと言えるのではないか。

5．日米中央銀行の独立性への脅威

2025年は、日米ともに中央銀行が政治介入を受け、その独立性が低下するリスクに直面した。

トランプ米大統領は、パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長に対してあからさまに利下げを要求してきた。さらに足もとで

は、FRB理事や議長らの人事を通じて、金融政策に直接影響を及ぼそうとしている。これは不当な政治介入だ。世界の金融市場に与える悪影響も大いに懸念されるところとなっている。

中央銀行は政府から独立した組織であるが、その政策は国民生活に大きな影響を与えることから、国民、政府、議会が一定程度それに対してガバナンスを発揮するのが望ましい、と広く考えられている。そのため、中央銀行で金融政策決定を担う人物は、政府が任命し、議会で承認されることが少なくない。FRBの理事、正副議長は大統領が指名し、上院の承認が必要となる。日本でも総裁と2名の副総裁、6名の審議委員の計9名の政策委員は、内閣が任命し、国会の同意が必要となる（国会同意人事）。このように、政府や議会に人事権を握られる中で、中央銀行が独立性を維持することは、大きな挑戦だ。

日本銀行の場合には、1998年4月に施行された新日本銀行法の下で、初めて日本銀行の独立性（自立性）が法律で定められた。ただし、新日本銀行法で日本銀行の独立性が規定されて以降も、日本銀行への政治介入は続いた。その最も顕著な例は、2012年12月16日に自民党が衆院選に圧勝し政権を奪還した後の当時の安倍首相の一連の言動だろう。

総選挙の翌日に安倍首相は「日銀は、選挙結果を受けて適切な判断を」と述べ、次回の金融政策決定会合で日本銀行が物価目標を新たに設定するように圧力をかけたと考えられる。同年12月23日のテレビ番組で安倍首相は、「次の会合で、残念ながら物価目標の設定が見送られれば、日銀法を改正して、アコード（政策協定）を締結してインフレ・ターゲットを推進する」という趣旨の発言をしたとされる。

こうした経緯を辿った後、日本銀行は翌2013年1月の決定会合で、2％の物価目標の導入を決めたのである。

日本銀行は、独立性確保の鍵は、「国民からの信認」にあると考える。日本銀行が国民からの強い信認を得ていれば、仮に政府が日本銀行の金融政策決定に対して不当に介入しても、国民はその行動を批判し、次の選挙で与党は大きく票を落とす可能性がある。それを恐れれば、政府は日本銀行に対して安易に介入できなくなる。

さらに日本銀行が国民からの信認を得るためには、その政策が国民に理解されるように丁寧に説明する、「透明性」の強化が重要であると日本銀行は考える。しかし、2013年に始められた異例の金融緩和策は非常に複雑で分かりにくいものとなり、日本銀行の金融政策が国民の理解と信認を十分に得たとは言えない。

現状でも、消費者物価上昇率が3％を超える状況が続く中、「基調的な物価上昇率はなお2％に達していない」という日本銀行の説明は、広く国民に受け入れられていないだろう。このように、国民からの強い信認を得ることで政治からの独立を確保するという日本

銀行の試みはなお道半ばである。

6．高市政権との調整と追加利上げ

2025年10月に高市政権が発足した後、高市首相は日本銀行の金融政策に介入する姿勢を見せた。

高市首相は、積極財政と金融緩和の継続を、経済政策の柱としている。これは、アベノミクスの第１の矢と第２の矢を継承するものだ。高市首相は、政府は財政政策とともに金融政策にも責任を持ち、金融政策の方針を決めるのは政府である、との趣旨の発言をしている。これは、「（金融政策は）政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう」「（日本銀行は政府と）十分な意思疎通を図らなければならない」とする日本銀行法第４条が求める点を逸脱している可能性があり、日本銀行の独立性を尊重する日本銀行法の基本的な考え方とは相いれないものだ。

高市首相のもとで、日本銀行は安倍政権以来の大きな政治介入のリスクに直面している。FRBがトランプ政権からの利下げ要求など強い政治介入を受ける中、日本でも日本銀行への政治介入が強まることを、世界の中央銀行及び金融市場が大いに懸念するだろう。それは、通貨の信認を損ね、金融市場を不安定化させる恐れがあるためだ。

高市首相は、現在の高い物価上昇率はコストプッシュ型であり、経済に悪影響を与えるものであることから、物価高を理由に日本銀行が政策金利を引き上げると景気に悪影響が生じ、国民生活が圧迫される恐れがある、とする。こうした懸念は間違っていない。

ただし重要なのは、日本銀行は物価の基調はまだ２％の物価目標に達していないと説明していることだ。そのもとでは、政策金利は経済に中立的な水準を下回り、金融緩和状態は維持されている。中央銀行は政策金利の方向性ではなく水準を重視する傾向が強く、通常は、「政策金利引き上げ＝金融引き締め」とは考えない。

日本銀行は現状で金融引き締めを行うのではなく、政策金利の引き上げを通じて金融緩和状態を縮小する調整を緩やかに行っている過程にあるという点を、高市首相に理解してもらうよう努めたものとみられる。

また、政策金利を中立水準に向けて緩やかに引き上げていく日本銀行の金融政策正常化をけん制する政治的な動きは、経済、金融市場の安定にマイナスの影響を与え、国民生活にはむしろ逆風となるだろう。特にそれは円安傾向を後押しし、物価高を助長してしまうことから、国民からの批判も高まった面がある。

こうした点を受けて、日本銀行の金融政策に対する高市首相の姿勢は修正されていった。その後の高市首相の国会答弁などでは、「日本銀行には、２％の物価安定目標を持続的・安定的に実現することを目指し、適切な金融政策運営を行うことを期待する」といっ

た、従来の政府の公式見解に戻っていった。

日本銀行が10月31日の金融政策決定会合で利上げを見送った際に、その理由として関税による不確実性が残っていることと、それが来年の春闘の初動のモメンタムに与える影響を見極めたい、と説明した。しかし実際には、その時点で、経済的な観点からは利上げ再開の条件は整っていたとみられる。しかし、利上げをけん制する高市政権との調整がまだできていなかったため、政権との決定的な対立を避けるために、利上げを見送ったと考えられる。

その後、日本銀行は、日本銀行の金融政策に介入する高市首相の姿勢を修正することに成功したと見られる。それを受けて植田総裁は12月１日の講演で、利上げを行う意図を金融市場に織り込ませる、地均しを行った。利上げ見送りの意図を伝えてきた「不確実性が残る」との表現をやめ、「不確実性の低下」に修正した。そのうえで、「次回の決定会合に向けて（略）、利上げの是非について、適切に判断したいと考えています」と利上げを示唆する発言を行った。実際、日本銀行は2025年12月19日の金融政策決定会合で、政策金利を0.5％から0.75％へと引き上げる利上げを実施したのである。

■７．ターミナルレート（政策金利の到達点）の模索

高市政権による日本銀行への政治介入のリスクは、こうして最悪期を過ぎたと見られる。しかし、今後も政権からは利上げをけん制する動きは続く可能性がある。日本銀行は、そうした政権の姿勢を推し量りつつ、追加利上げの時期を慎重に見計らっていくだろう。利上げのタイミングに大きな影響を与えるのは、経済・物価環境に加えて為替の動きと考えられる。円安が進む局面では、それを抑制する観点から日本銀行の利上げを容認する姿勢が政権内に醸成されやすいためだ。

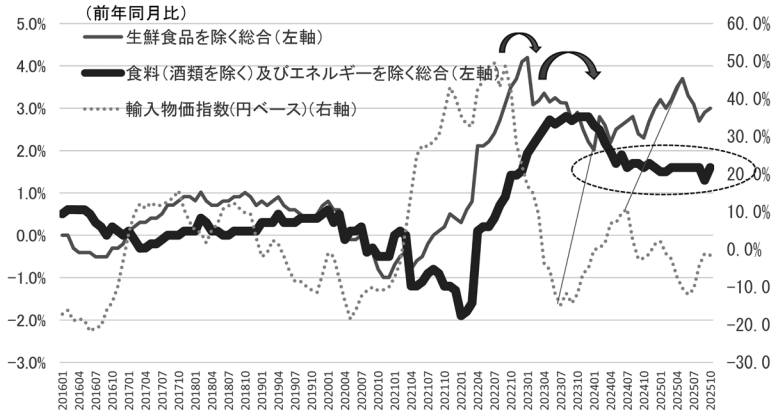
日本銀行は、政策金利を経済に対して中立的な水準まで引き上げ、一連の正常化のプロセスを完了させたいと考えているだろう。

実際には、中立金利の水準を正確に計測することは難しい。今までは、政策金利はその水準を明確に下回っており、金融緩和状態にあることから、外部環境が許す限り、日本銀行は概ね一定ペースで利上げを進めてきた。しかし、今後は、政策金利が中立水準に達している可能性も意識しつつ、より慎重に利上げを進める必要が出てくる。そのため、利上げの間隔は今までよりも開きやすくなるのではないか。

政策金利の中立水準は、経済に中立的な実質金利（自然利子率）と中長期の予想物価上昇率の合計と考えることができる。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率は足もとで３％程度であるが、これは円安の影響を強く受けるエネルギー、食料品の価格上昇によるところが大きい。食料（除く酒類）・エネルギーを除く基調的な消費者物価

（図表２）物価動向



（出所）総務省、日本銀行より野村総合研究所作成

（図表３）　政策金利の均衡水準（中立金利）の推定

政策金利の均衡水準	＝	実質短期金利（自然利子率）	＋	（期待）インフレ率の中長期トレンド
【1.0％弱】		【ゼロ近傍】		【1.0％弱】

（出所）野村総合研究所

指数に注目すると、その前年比上昇率は＋１％台半ばで安定している（図表２）。円安の流れが一巡すれば、基調的な物価上昇率は１％程度、あるいはそれ以下まで低下することが予想される。この水準を、中長期の予想物価上昇率のトレンドと考える。

他方、実質金利（自然利子率）について日本銀行は、６つの研究結果から、＋0.5％～－1.0％という目途を示している。平均値をとれば、小幅マイナスになる。この両者から、政策金利の中立水準と推定すれば、＋１％弱が推計値となる（図表３）。

引き続き高市政権との軋轢は抱えつつ、日本銀行は2026年９月に政策金利を1.0％まで引き上げると現時点では予想する。それによって政策金利が中立水準に達すると考えるが、物価の上振れが続く点に配慮して、日本銀行は2027年にさらに1.25％まで政策金利を引き上げると予想する。それがターミナルレート（政策金利の到達点）と考える。

いずれにしても、政策金利をマイナスから＋0.75％まで引き上げた時点で、金利の正常化は既に終盤戦に入ったとみておきたい。