



日銀の資産売却は金融政策正常化へのさらなる一步

政策金利は据え置かれたがインフレ抑制に向けた内部からの圧力は高まっている

本稿は 2025 年 9 月 19 日発行の英語レポート「BOJ asset sales signal another step towards normalisation」の日本語訳です。
内容については英語による原本が日本語版に優先します。

フィンク直美／チーフ・グローバル・ストラテジスト

2025 年 9 月 24 日

一定の政策方向性と新たな情報

日本銀行(日銀)は 9 月 19 日の金融政策決定会合で、市場予想通り無担保コール翌日物レートを据え置いたものの、経済情勢について引き続き「緩やかに回復している」と表現しながら、新たな情報を提供した。2026 年度の初めから日本国債の買い入れ減額ペースを(四半期当たり 4,000 億円減から 2,000 億円減へと)落とす計画を維持する一方、日本経済をデフレから脱却させるべく実施した非伝統的金融緩和の下で同行資産として積み上がってきた ETF(上場投資信託)および REIT(不動産投資信託)の保有分について、売却を開始するという新たな計画を発表し、金融政策正常化へのコミットメントを示した。

資産売却の意義は象徴的なもの

資産売却開始の予兆が全くなかったわけではない。日銀の理事らは、2024 年 3 月の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロールとマイナス金利政策を撤廃した後、[翌月の会合](#)で同中銀による ETF および REIT の保有を(段階的なプロセスになるとしても)最終的に解消する構想を以前から示唆していた。さらに最近では、同行の氷見野副総裁が[講演](#)で、(2000 年代序盤に買い入れた)銀行株の段階的売却が完了したことに言及し、ETF・REIT 売却の指針になり得ると述べた。

しかし、年間わずか 3,300 億円(簿価ベース)というペースを考えると、日銀の ETF 売却計画の意義は象徴的なものにすぎないと言える。

最近の記録によると、日銀の保有する ETF は簿価ベースで 37 兆円強となっている。しかし、時価ベースでの総額はそれよりはるかに大きい可能性があり、同行の取得時期とそれに対応する市場変動に基づく 71 兆~78 兆円に上ると推定される。計画通り年間 3,300 億円のペースで売却を進めた場合、保有分を完全に処分するには簿価ベースですらおよそ 110 年を要することになる。一方、前年度の日本銀行の損益計算書では、保有する ETF からの分配金収入が 1.4 兆円計上されている。これは政府にとって健全な税外収入であり、日銀が保有する 570 兆円の日本国債からの利子収入を大きく上回る。この対比は、同中銀が保有資産において日本国債を ETF よりも速いペースで削減する理由を裏付けている。

日銀は、(緩やかなペースでの資産売却を堅持する姿勢に表れている)市場の混乱の回避と将来の損失の抑制という 2 つの優先課題を強調しており、事前に設定した機械的なペースでの売却ではなく、相場上昇局面での売却を志向しているようだ。このことから考えると、売却の額やペース自体は二の次であり、多額の保有国債の満期償還を単に待つのではなくリスク資産を積極的に処分する計画を発表することで政策正常化へのコミットメントを示すという、象徴的な意義に重きが置かれているとみられる。



今後の展開:従来の本格的なインフレ対策へ

政策金利据え置きの方針については、政策委員会の全員が賛同したわけではない。反対を唱えた 2 名の委員は、日銀が既にインフレ目標を達成しているとして 0.75% への 0.25% の利上げを主張した。つまり、今月は政策金利を据え置いたものの、日銀内部では金融引き締めとインフレ抑制に向けた次の動きを求める圧力が高まっている。

一時的なエネルギー補助金によってインフレは表面的に和らぎ、CPI(消費者物価指数)の前年同月比上昇率は 7 月の 3.1% から 8 月には 2.7% へと鈍化した。しかし、潜在的な物価上昇圧力は依然として強い。生鮮食品とエネルギーを除いたコア CPI の上昇率は、前年同月比 3.3% と日本銀行の目標である 2% を大きく上回っており、この主因は食品コストの価格転嫁、そして賃金の上昇を反映した底堅いサービス価格インフレにある。このような物価上昇の構造は、他の条件を同じとした場合、日銀が総合インフレを抑えている一時的な要因の先を見てインフレ期待の抑制に動くべきであることを示唆しており、そのような対策は、保有する国債の満期償還や資産の売却といった非伝統的措置ではなく、従来型の政策でより直接的に行われる可能性がある。

10 月 4 日に予定されている自民党総裁選が終われば、日銀が 10 月の金融政策決定会合で政策金利を 0.25% 引き上げる可能性が出てきた。

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。