

# グローバル経済・金利ウォッチ

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

宮嶋 貴之

## 来年早々のマイナス金利政策解除はあり得るのか？

### KEY POINT

- 10月の日銀のハト派的な金融政策決定会合にも関わらず、日本の債券市場では来年早々のマイナス金利解除を引き続き織り込んでいる。しかし、筆者は来年前半のマイナス金利解除は困難と予想。
- 第一に、賃金・物価の好循環の実現の“確証”を得るために十分なデータを得る必要があるため。特に、来年の賃上げによる物価押し上げへの波及を見極めるには、来年前半中では困難と予想。
- 第二に、景気の本格回復には実質賃金の改善が必要不可欠だが、来年後半まで時間を要すると予想。第三に、政府の減税策や日銀のレビューを踏まえた政策変更を想定すると、来年前半の政策変更は困難。

### 1. 債券市場は早期のマイナス金利解除を想定

今年も残りあとわずかとなった。2024年の日本経済の注目点は、日銀の金融政策正常化の進展の有無であり、特に最大の焦点はマイナス金利政策の解除の有無だろう。

10月の日銀金融政策決定会合で植田総裁がマイナス金利政策解除までの距離感を強調したにも関わらず、債券市場は引き続きマイナス金利政策の早期解除を織り込み続けている。OIS先物金利を図表1でみると、3~4カ月先1カ月物金利が0%を超える水準で推移しており、債券市場は来年3~4月会合でのマイナス金利解除を想定していることがわかる。

図表1: OIS先物金利

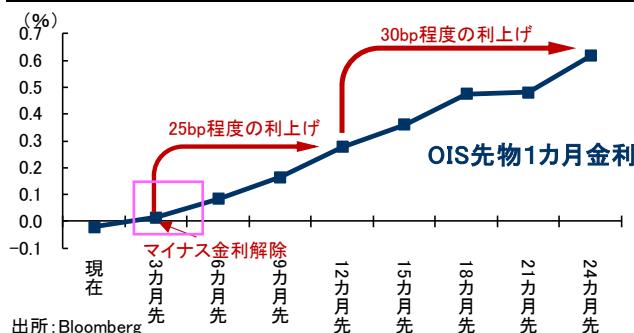
**債券市場は来年3~4月会合でのマイナス金利解除を想定**



次に、OIS先物金利の2年先までのカーブを図表2でみてみると、3カ月先(来年早々)にマイナス金利を解除した後、12カ月先(来年11月下旬)に25bpの利上げ、24カ月先(25年11月下旬)にさらに30bpの利上げを想定している。つまり、債券市場はマイナス金利解除後の利上げ継続を見込む。

図表2: OIS先物金利のカーブ

**市場はマイナス金利解除後の緩やかな利上げを想定**



### 2. マイナス金利解除は来年前半は困難と予想

債券市場が想定するような来年早々のマイナス金利解除の蓋然性は高いのだろうか。

結論から述べると、弊社菅野チーフエコノミストの10月のレポートにもあるように(『マイナス金利解除時期』を検証する—早期解除のハードルは依然高いー)を参照☞レポートリンク、筆者は来年前半のマイナス金利解除のハードルは高いとみている。なお、その後のゼロ金利の早期解除のハードルも高いとみている。当社のメインシナリオでは、2025年1~3月期にマイナス金利の解除を想定しており、ゼロ金利は2026年中も続くと予想している(当社クオータリーレポートを参照☞レポートリンク)。下記、予想の背景を説明していきたい。

**①賃金・物価の好循環の“確証”を得るまでに要する時間**ます、マイナス金利解除の前提となる条件は、賃金・物価の好循環の実現の“確証”を得ることである。具体的には、①現状の物価上昇が今後の賃金のさらなる上昇につながる、②その賃金上昇がサービスなどの物価押し上げに波及するという2段階の条件を満たす必要がある。

まず①について、賃金の統計スケジュールを確認しよう。賃金のさらなる上昇を確認する上で重要なのは来年度の春闘におけるベア(定期昇給分を除いた賃金引き上げ幅)の伸び率が鍵を握ることは言うまでもない。その春闘の結果が得られるのは、最速で来年3月の連合による第一回回答集計の公表になると予想される。

ただ、この回答集計は企業の賃上げ方針を確認するものであり、実際に企業がこれに基づいて賃金を引き上げたかについては、実際の賃金データ、すなわち厚生労働省の毎月勤労統計調査を確認する必要がある。春闘の方針を受けた賃上げは、最速で4月分からの給与であり、これは毎月勤労統計調査の6月頭に速報値で確認できると見込む(拙著「日本の賃金インフレ圧力は高まるのか?」を参照☞レポートリンク)。

つまり、賃金のさらなる上昇の有無をデータで確認できるのは、最短でも来年6月になるということだ。また、賃上げの動きの広がりを見る上では、さらにもう数カ月先の夏場までの賃金データを見る必要がある。つまり、第1段階の賃上げですら、来年前半中に明確に確認することは難しい。

## ②サービスなど物価への波及の確認までにかかる時間

賃金の上昇は第一段階の条件にすぎない。もう一段の条件として、この賃金上昇がサービスを中心に物価押し上げに波及することを確認する必要がある。

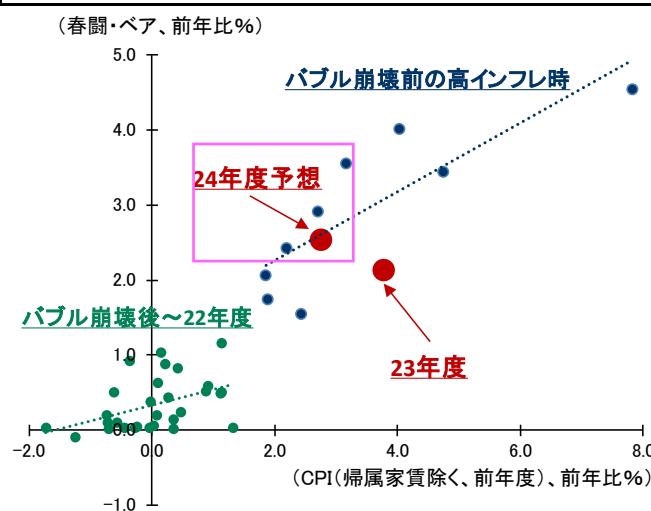
ただ、前述したように、賃金上昇の有無をデータで確認できるのは早くても来年6月初めとなる。これを確認したうえで、サービスなどへの物価への波及を確認する必要があるわけだが、来年6月初めでは、まだ4月分のCPIのデータしか確認できない。ここから少なくとも3~6ヶ月程度の期間をかけて物価への波及を見極める必要があるのではないか。

以上から考えると、植田総裁の重視する第2の力で賃金と物価の好循環の実現に関する確証を持つレベルまでデータを得るために、来年前半では期間が短すぎるように感じる。もちろん、定性情報を駆使すれば、賃金・物価のさらなる上昇を予期することは不可能ではないだろう。ただ、"確証"を得るために、定量的な確認も必要不可欠ではないか。

なお、図表3の通り、筆者は現時点で2024年の春闘の賃上げ率については、ベアが2.5%程度、全体が4%程度を予想する。

図表3:春闘ベアとインフレ率

24年度春闘はインフレ高止まりにより2.5%前後を予想



注:バブル崩壊前の値は低インフレ時の1987~1990年度を除く

出所:連合、厚生労働省、総務省、SFGI

前年度のインフレ率(帰属家賃を除くCPI総合)と春闘のベア伸び率の相関をもとに予測しているが、ここ2年間のインフレ率はバブル崩壊後の低インフレとは明らかに異なる高い伸びとなっている。そのため、バブル崩壊前のインフレ期と同様に、高いインフレ率を受けてベアが引き上げられると予想し、今年のインフレ率の想定と、バブル崩壊以前の期間(1980~92年度、ただし低インフレ時の87~90年度を除く)のインフレ率とベアの伸びの相関から、来年度のベア伸び率を想定した。具体的には、今年度のCPI(帰属家賃除く)が+2.8%程度になると想定し、これをもとに図表3の青の傾向線を基にして、ベアの伸び率を想定した。

仮にこの予想が実現するとすれば、ベアの伸び率は今よりも高まり、賃金・物価の好循環の実現に近づくことにはなる。ただし、その確証を得るレベルといえる3%強程度の水準には及ばない見込みであり、マイナス金利の早期解除を強く促す結果にはならないという想定になる。

## ③景気の力強い回復までにかかる時間

さらに、賃金・物価の好循環の実現の前提となるのは、植田総裁も言及しているように景気回復だ。景気が力強く回復することが好循環の実現の後押しになることは言うまでもない。

この景気回復について、筆者は来年前半までに賃金・物価の好循環の実現を強く促すほど力強い回復が実現する可能性は低いとみている。

まず海外経済の逆風が想定される。特に、米国経済は景気後退までに至るかどうかについて、エコノミストの中でも意見の分かれどころではあるが、少なくともスローダウンに向かっていく蓋然性は高いだろう。足下の労働需給の緩和などの指標をみても、そうした兆しは始めている。

また中国経済については、足下決定した新たな国債発行に伴う異例の予算変更など景気刺激策を強化しており、来年前半の成長率は従前予想よりも高まる公算が大きい。とはいえ、周辺国の景気回復を力強くけん引するほどの規模ではなく、米国経済のスローダウンを補って余りあるほど中国発の需要増が世界経済を押し上げることはないと想定する。

むしろ、ロシア産エネルギーの断絶や中国の高成長時代の終焉などから、苦境に直面しているドイツ経済を主因にユーロ圏の景気後退が近いこともあり、来年前半の世界経済が日本の景気の追い風になる可能性は低い。

加えて、日本国内の要因をみても、足下の実質GDP成長率は3期ぶりのマイナス成長となり、純輸出と在庫投資を除いてトレンドをみることができると想定する。国内最終需要は2期連続のマイナス成長だ。景気回復力には陰りが出ており、賃金・物価の好循環の実現を促すような状況にはないと筆者はみている。

この主因は、個人消費の回復力の弱さだ。前回レポート(「高まる日銀の早期政策修正観測に対する慎重意見の背景にある要因は?」[レポートリンク](#))で指摘したように、個人消費が実質賃金低下と在宅勤務などオンライン活用による日常的外出機会の減少によって伸び悩んでいる点が足を大きく引っ張っている。

消費の力強い回復のためには実質賃金の大幅改善が必要となるが、図表4の通り、前年比ベースでみると、実質賃金がプラス転化に至るには来年後半まで時間を要すると筆者は予想している。春闘の方針を受けて多くの企業で賃金が引き上げられるのは来年夏場以降と想定されることに加え、物価の減速感が強まるのが来年後半になるとみているためだ。

図表4:実質賃金の想定

実質賃金のプラス転化はまだ先

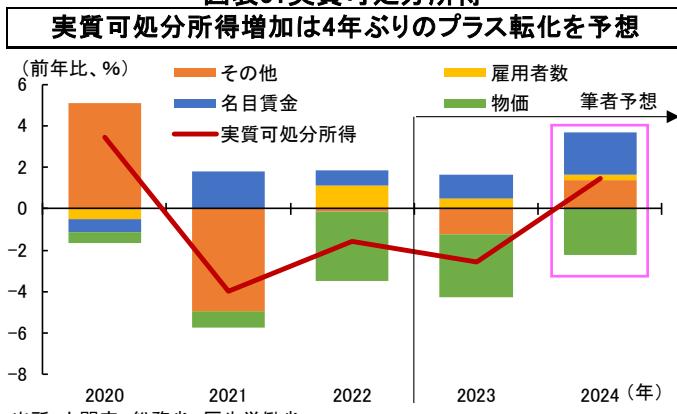


#### ④政府の政策や日銀のレビューからみたスケジュール感

日本政府が予定している来年の所得税等の減税策や日銀の多角的レビューのスケジュール感を踏まえても、マイナス金利の解除が来年前半には困難であると筆者はみている。

まず日本政府の所得税等の減税策の位置づけだが、各種報道によれば、岸田首相は「収増を所得税などの減税で国民に還元し、デフレからの脱却を確実なものにしたい」としている。また、「来年、定額減税で可処分所得を下支えした上で、再来年は間違いなく構造的・持続的な賃上げを実現するよう取り組む」ことを意義として主張している。実際、**図表5**で来年の実質可処分所得を見通すと、減税と給付金(所得税+住民税減税と低所得者向け給付金)の効果は小さく、4年ぶりの前年比プラスに転化すると筆者は予想している。

図表5: 実質可処分所得



こうした点を踏まえると、政府のデフレ脱却宣言は少なくとも所得税減税の実施後に、消費などへの波及を見極めた上で行われる可能性が高いと予想される。

もし日銀が政府のデフレ脱却宣言に歩調を合わせるならば、マイナス金利の解除はやはり所得税減税の効果を見極めた上で実施することになるだろう。

所得税減税の実施には法改正が必要とされることなどから、来年6月の実施が想定されている。そう考えると、政府のデフレ脱却宣言と日銀のマイナス金利解除はやはり来年前半は難しいのではないか。

一方、日銀によるこれまでの金融政策を振り返る多角的なレビューについても、来年前半中にまとまったものが公表されるとの観測がある。多角的レビューについては、金融政策の正常化に向けた布石であるとの観測も一部にあるようだが、仮にそうであったとしても、多角的レビューを踏まえた上で金融政策の正常化に進む時期はやはり来年後半ということになる。

なお、筆者は円安防衛や債券市場の機能度改善、岸田政権の支持率改善に向けた政策変更圧力等だけでは、日銀がマイナス金利の解除を急ぐ可能性は低いとみている。前述した10月の日銀金融政策決定会合の植田総裁の発言などを踏まえると、日銀はファンダメンタルズの状況(特に景気と賃金、物価)が金融政策を考慮する際に最も重要な要因と捉えているとみており、そのうえで、多角的レビューについては、金融政策の正常化を考慮するうえで重要な参考資料として活用するとみている。つまり、ファンダメンタルズの状況よりも多角的レビューを最優先してマイナス金利解除を急ぐ可能性は低い

だろう。マイナス金利の解除は2%物価目標と紐づけられ、長期金利コントロール政策とは位置づけが明らかに異なる。そのため、ファンダメンタルズが最も重要な要素のはずだ。

日銀としては、金融政策の正常化を進めて絶対にデフレには逆戻りしない状況、あるいは仮に逆戻りしてしまったとしても日銀の政策が理由ではないと擁護されるような状況になるまでは、金融政策の正常化を急がないと筆者はみている。つまり、正常化の第一歩ともいえるマイナス金利解除の判断には慎重を期すのではないだろうか。また、政府としても、拙速なデフレ脱却宣言後にインフレが潰えるような事態に直面するリスクだけは避けたいと考えるのが自然だろう。

### 3. 早期のマイナス金利解除がありえるとすれば?

以上から、筆者は来年前半のマイナス金利政策の解除は実現困難とみており、現在の債券市場の織り込みはやや前のめりであると感じる。

あえてマイナス金利政策の解除が来年早々に実現するというリスクシナリオを考えた場合、何が条件となるだろうか。

やはり海外景気の大幅加速だろう。米国の景気再加速や、中国の大規模な景気刺激策の追加、また生成AIに対する期待の沸騰などによる世界的な半導体サイクルの大幅な上振れなどの要因が重なれば、実現する可能性はゼロではない。

そうなれば、日本の景気も輸出を起点として大きく弾みがつくことになり、企業収益見通しが強気となることで春闇の賃上げ率も、筆者の予想を超えてペア3%超となるかもしれない。こうした景気の急加速があれば、第2の力による賃金・物価の好循環は視界良好ということになろう。

また、こうした状況では世界でインフレ再加速懸念が台頭して米国の金融引き締め政策の再強化(ならびにその観測再沸騰)から米国の長短金利が再び上振れするかもしれない。そうなれば、日本には円安圧力が再び強まることも想定される。

円安物価高に対する国民のフラストレーションは非常に高まっているため、景気が加速する中でも円安物価高が強まれば、岸田政権の支持率浮揚効果は思ったほど大きくならないとみられる。そうであれば、岸田政権としてもデフレ脱却宣言を早めて日銀に円安対策のための金融政策正常化を促すことになるかもしれない。

しかし、以上のような状況が来年前半の間に実現する蓋然性は、現段階ではどうみても低い。テールリスクシナリオの域を出ないだろう。

宮嶋貴之

## ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



**尾河 真樹** (おがわ まき)  
執行役員 兼 金融市場調査部長  
シニアアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チーズ銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『*最新版本当にわかる為替相場*』(2023年日本実業出版社)、『*ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ*』(2018年朝日新聞出版社)などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明** (かんの まさあき)  
金融市場調査部  
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC[昼エクスプレス]コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



**石川 久美子** (いしかわくみこ)  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志** (わたなべ ひろし)  
金融市場調査部 担当部長  
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎** (もりもと じゅんたろう)  
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之** (みやじま たかゆき)  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解 ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

## 本レポートについてのご注意

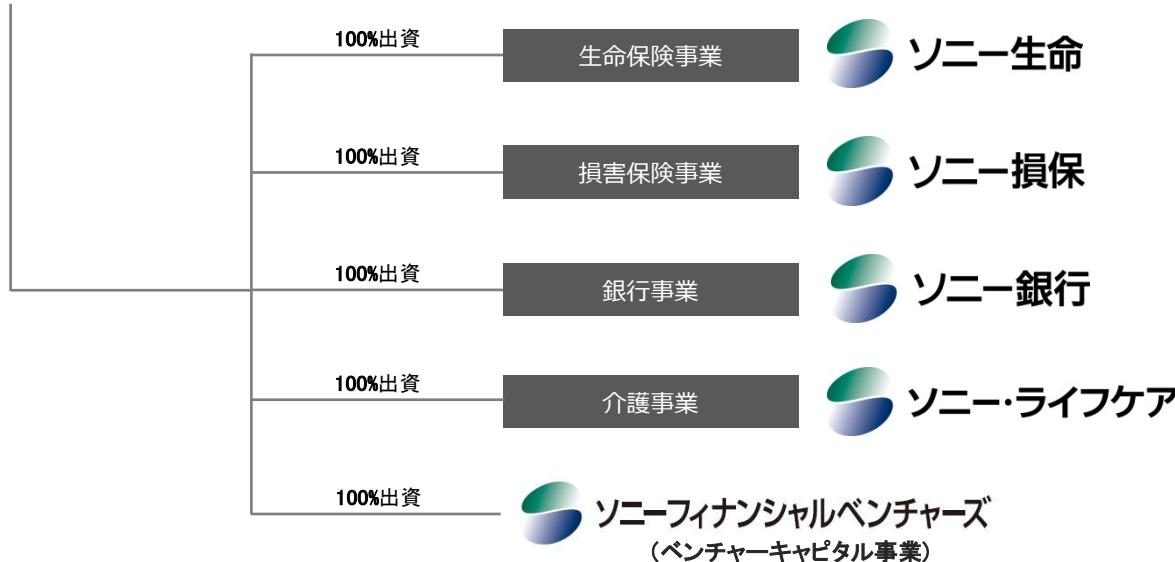
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報を伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがあります。当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>