

Kanno Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)
シニアフェロー、チーフエコノミスト
菅野 雅明「マイナス金利解除時期」を検証する(2)
— 日銀からのメッセージと市場の受け止め方との間にギャップ —KEY
POINT

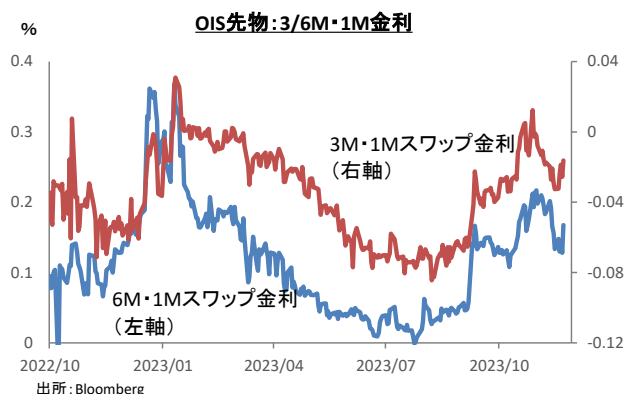
- 植田総裁は10月定例記者会見と11月講演で、物価上昇圧力を「第一の力」と「第二の力」に分けて分析
- マイナス金利解除のカギは「第二の力」で「景気改善の下で、賃金と物価の好循環が続くこと」と指摘
- 「第二の力」は①タイトな労働需給と賃金上昇、②企業の価格設定態度の改善、③国内景気改善が必要条件
- 10月展望レポートの2023・24年度コアCPI見通し上方修正は「第一の力」によるもの、25・26年度が重要
- 来年度ベアが本年度を上回っても、2%物価上昇を実現させるに十分かどうかの判断には時間を要する
- 企業の価格設定態度は幾分改善の兆しがみられるが持続性に疑問、国内外経済の先行きも不透明
- マイナス金利解除時期に関する当社予測(2025年1-3月)は変わらず
- 日銀は市場とのギャップを埋めるため、今後、総裁会見や審議委員の講演等を通じ情報発信を強める可能性

10月の拙稿(「[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-、2023年10月24日)では、日銀のマイナス金利解除の時期に関し、日銀のロジックの観点から見て早期解除の可能性が低いことを指摘した。その後、日銀からは10月金融政策決定会合の声明文と植田総裁の記者会見(10月31日)、植田総裁の講演(11月6日、名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶)、10月金融政策決定会合の主な意見(11月9日)が発表された。本稿では、こうした追加情報をもとに、マイナス金利解除時期に関する当社の考え方を改めて整理してみることにする。

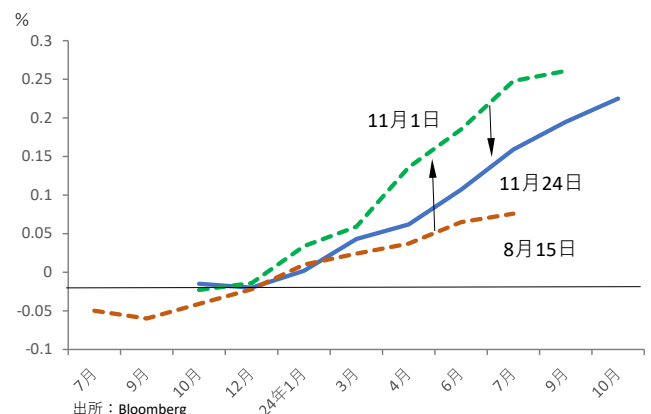
1. 市場の早期マイナス金利解除見通しは変わらず

OIS 金利先物市場の日銀政策金利予想を見ると、2024年1月のマイナス金利解除見通しは変わっていない。ただし、マイナス金利解除後の利上げペースについての見方は、10月会合後やや鈍化している(図表1・2)。

(図表1) 円 OIS 先物 3・6か月先1か月金利



(図表2) 市場の日銀政策金利見通し



実際、ロイター社によるエコノミストを対象としたアンケート調査(調査期間:11月15日~20日)によると、2024年4月までの期間にマイナス金利解除を見込む向きが26名中22名となっている。筆者は、こうした早期解除を見込むエコノミストのレポートのすべてに目を通したわけではないが、早期マイナス金利解除の可能性が高い理由としては、以下の3点を指摘している向きが多い。①10月展望レポートで2023年度と2024年度のコアCPI見通しがともに2.8%へ上方修正されたことで、2%物価目標が概ね達成できた。②2023年度のベアが30年ぶりの大幅な引き上げとなり、2024年度についても企業収益が堅調なことから2023年度を上回る賃上げが期待できる。③2024年4月に発表予定の展望レポートでは2026年度見通しが新たに発表されるが、そこで示される2025年度と2026年度のコアCPI見通しはともに2.0%を上回る可能性が高い。一方、当社では、日銀のマイナス金利解除は、市場コンセンサスより後ズレする可能性が高いとみており、当社のビューは市場の中でも少数派のようだが、過去1か月間の日銀からの追加情報に照らし合わせてみても早期解除の可能性は低く、「2025年1-3月のマイナス金利解除」との結論は不変だ。

2. マイナス金利解除に関する日銀ロジック

(1) 消費者物価を押し上げる「第一の力」

まず、植田総裁自身が10月会合後の記者会見で述べた内容と名古屋での講演内容に即してみよう。植田総裁の説明で重要なポイントは、物価上昇圧力には「第一の力」と「第二の力」の2種類がある、という点だ。「第一の力」とは「輸入物価上昇の価格転嫁による国内物価への価格上昇圧力」、「第二の力」とは「景気の改善が続く中で、国内の賃金と物価が好循環で回っていくところのメカニズム」としている。簡単にいえば「第一の力」は輸入インフレであり、「第二の力」は賃金増を起点とする需要増に伴うホームメイドインフレだ。

植田総裁はこの点に関し「今回の見通しの上振れ(2023・24年度の消費者物価見通しの上方修正を指しているとみられる)の主因は「第一の力」が長引いていることや原油価格の上昇である」と述べている(名古屋講演)。同時に、輸入物価の上昇の国内物価への価格転嫁については「第一の力の起点となる輸入物価の前年比は、昨年半ばにピークを付けたあとプラス幅を縮小し本年春ころからはマイナスとなっている」「第一の力による物価押し上げ効果は次第に減衰していくと考えられる」としており、2023・24年度のCPI見通しで示された2%を上回る物価上昇は安定的な物価上昇とは見なせないことを明らかにした。実際、10月展望レポートで示された2025年度コアCPI見通し(前年度比)は1.7%だ。注目すべきは、今後2025年度コアCPI見通し(同)が上方修正されて2.0%を上回るのか、また来年4月に発表される2026年度見通しも併せて2.0%を上回るようになるか、という点だ。

(2) 消費者物価を押し上げる「第二の力」

わが国で「第二の力」が強まる結果として、持続的・安定的な2%物価目標が実現するのはいつになるのだろうか。この点につき、植田総裁は「2%の物価安定目標に向けた見通しの実現の確度が少しずつ高まっていると思われるが、先行き第二の力がどの程度強まっていくのか不確実性は高く、現時点では…十分な確度をもって見通せるには至っていない」と述べている。こうした現状認識を踏まえたうえで、日銀が「第二の力」に影響を及ぼす要因として注目しているのは①「労働需給と賃金動向」、②「企業の価格設定動向」、③「国内景気動向」の3点だ。

① 労働需給と賃金動向

まず、労働需給については、本年の春闘で30年ぶりの水準となる賃上げが行われたほか、タイト化を強める労働需給を背景に中小企業への波及もそれなりに進んでいること

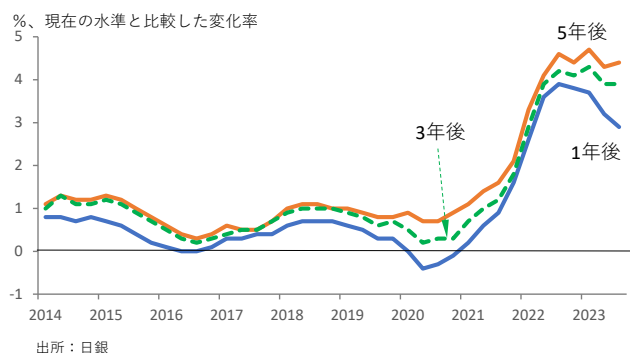
は事実だ。8月所定内給与前年比は2.1%に上昇した(共通事業所ベース)。しかし、賃金上昇率は、2022年平均(1.0%)に比べると、1.1%ポイント上昇したに過ぎない。2023年度ベア(定昇を除く)が2.12%と前年度から1.49%ポイント上昇したのと比べるとやや物足りない数字だ。また、2.1%という賃金上昇率は、物価上昇に追いつかない一方、2%インフレ目標達成に必要な3.0%(労働生産性向上を1.0%と想定)にも程遠い。2024年度の賃上げについては、企業収益が堅調なことから、本年度を上回る可能性が高いとの見方があるが、日本の場合、企業収益と賃上げが必ずしも密接に関係しているとは言えない。企業が増益を一時的と判断すると、賃上げよりも賞与で労働者に還元する傾向が強いからだ。労働者の年収という観点からは、賃上げでも賞与でも同じだが、日本では、賞与の増加は一時的と見なされ貯蓄に回されがちで、消費増加に結び付きにくい。これでは物価と賃金の好循環には寄与しない。企業が増益部分を賃上げに回せるようにするには、人件費が固定費化しないよう、解雇規制の緩和・撤廃が必要だが、足下ではこうした議論は聞かれない。

以上の点を勘案すると、2024年度春闘で本年度を多少上回るベアが実現しても、それで直ちに「安定的・持続的な2%物価目標を達成できる」と日銀が確信するとは思えない。日銀は、来年度ベアの結果がどのように賃金に反映され、それがインフレ率に影響するのを見定めるのではないだろうか。来年度ベアのインフレ率への影響を見定めるには少なくとも半年程度を要することを考えると、来年前半のマイナス金利解除は「見切り発車」となる([当社グローバル経済・金利ウォッチ「来年早々のマイナス金利解除はありうるのか？」](#)、2023年11月28日、宮嶋貴之著参照)。

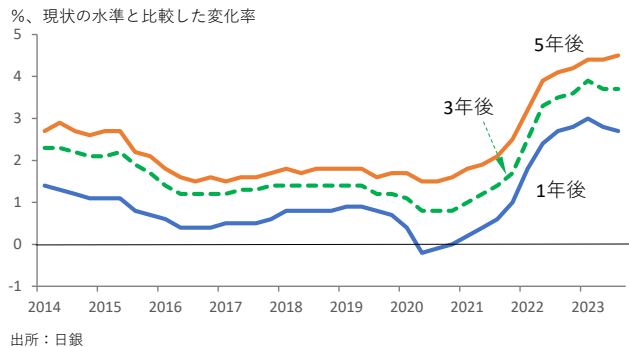
② 企業の価格設定動向

植田総裁は、名古屋の講演で「短観の企業の販売価格見通しをみても、1年後の見通しは…低下した一方、5年後の見通しは非製造業中心に幾分上昇しており、賃金等の上昇が続くことが予想され始めている可能性がある」と述べている(図表3、4)。

(図表3) 企業の販売価格見通し(短観、全規模製造業)



(図表 4) 企業の販売価格見通し(短観、全規模非製造業)



図表 3 と 4 は、植田総裁の講演資料として実際に用いられたものだが、両図表の解釈として植田総裁が述べられたことが大きく間違っているとは思わない。ただ、次の点について留意すべきだ。第 1 は、1 年後から 5 年後にかけての変化幅だ。日銀短観の企業の販売価格見通しは、あくまで「現在の水準との比較」だ。とすると、製造業(全規模)では、1 年後(2.9%)から 5 年後(4.4%)の 4 年間に 1.5%ポイントの販売価格引き上げしか見込んでいないことになる。年間平均 0.4%弱だ。非製造業でも 1 年後の 2.7%から 5 年後の 4.5%へ 1.8%ポイント引き上げなので、年間平均 0.4%強だ。2%物価目標と整合的な企業の販売価格見通し(5 年後)は 10%だ。9 月短観の数字はその半分にも達していない。勿論、今後 2-3 回の短観調査で販売価格見通しが上方修正される可能性は残されているので、今後の短観の結果に注目したいが、大幅な上昇修正の可能性は低いように思われる。

第 2 は、短観の企業の販売価格見通しに関するバイアスだ。筆者は企業の販売価格見通しについて「大企業製造業」を用いた(前出「マイナス金利解除時期を検証する」、2023 年 10 月 24 日、図表 3)。日銀は、全規模(製造業・非製造業)を用いているが、全規模の数字は調査対象企業の過半を占める中小企業の見通しを色濃く反映しがちだ。製造業では、中小企業の方が先行き販売価格見通しに関して楽観バイアスがあるように見える。一方、大企業については、2020 年にかけては先行きの販売価格が下落するというデフレ見通しを持っていた。事後的に検証すると大企業の販売価格見通しが CPI の予見性が高かったことが分かる。大企業製造業の場合、ある程度の市場支配力があるため、販売価格の見通しについてもよりの確かな判断ができるのではないだろうか。ちなみに大企業製造業の販売価格見通しは、1 年後が 2.4%、3 年後が 2.9%、5 年後が 3.1%となっており、1 年後から 5 年後の 4 年間の販売価格引き上げ幅の年平均は 0.2%弱と中小企業に比べより慎重な見方となっている。

③ 景気動向

上記①と②に並んで重要なのが、日本の景気動向だ。景

気減速局面では、マイナス金利解除は難しいだろう。マイナス金利解除を実施した直後に再び金融緩和を強いられるような対応だけは、日銀としてもぜひ避けたいところだ。植田総裁が審議委員時代の 2000 年 8 月の政策決定会合では、「デフレ懸念の払しょくが展望できるような情勢に至った」としてゼロ金利政策を解除したが、2001 年 2 月には再び利下げを余儀なくされた。今から振り返ると、2000 年 8 月には IT バブル崩壊の兆しが見え、日銀の景気判断に問題があったと言われても仕方がない状況だった。植田総裁としては、こうした政策判断ミスは繰り返したくないという思いから、敢えてビハインド・ザ・カーブの政策を志向しているように思える。

実際、IMF の世界経済見通しでは「世界経済の成長率は 2022 年の 3.5%から 2023 年には 3.0%、2024 年には 2.9%に減速し、過去平均である 3.8%を大きく下回る見通し」としている。先進国の急速な利上げの累積効果が 2024 年の前半に現れる可能性が高いからだ。当社でも、2024 年前半はユーロ圏が小幅のマイナス成長、米国はマイナス成長に陥らないまでも潜在成長率を下回る低成長を見込んでいるが、何らかの外的ショックがあれば、米国においてもマイナス成長となる可能性は排除できない。

一方、日本経済も、2023 年 7-9 月期 GDP 統計で民間最終消費が前期比年率-0.2%と 2 期連続のマイナスとなった。賃金の上昇がインフレに追いつかず、家計の消費態度が慎重化したためとみられる。こうした状況は、来年央から後半にかけてインフレ率の下落と賃金上昇の加速から幾分改善が見込まれるものの、1-3 月 GDP が公表される 5 月時点で個人消費が大幅に改善している可能性は低い。世界経済が減速し、日本経済の先行きが見通し難い状況下でのマイナス金利解除は困難だ。

3. 今後の注目点

日銀のマイナス金利解除時期を探るうえでは、今後「第二の力」がどのように作用するか、という点が最大の注目点で、そのためには上記の「労働需給と賃上げ」「企業の価格設定態度」「国内景気動向」をきめ細かくフォローすることが重要なことは勿論だが、加えて以下の点にも配慮する必要がある。

(1) 為替動向

当社では、米国の景気減速とインフレ率低下により、FRB(米連邦準備理事会)が 2024 年 7-9 月期に利下げに転じると予測するが、市場が決める米長期金利はそれに先立って低下傾向をたどる可能性が高いことから、ドル円レートは 2024 年を通して緩やかに下落すると見込んでいる。円高となれば国内物価への圧力も 2023 年中とは様変わり到低下

することとなる。この点も、日銀が早期のマイナス金利解除に消極的になる理由の一つだが、当社のメインシナリオに反して、米国経済が再加速し、インフレ懸念が再び高まるような場合にはFRBは再利上げを実施しよう。足下、市場では追加利上げ観測は概ね消え、2024年央の利下げを織り込んでいるので、FRBの次の一手が「利下げ」ではなく「利上げ」となるとサプライズとなり、ドル円は再び上昇する可能性が高い。輸入物価上昇による国内インフレは「第一の力」で、日銀の論理ではマイナス金利解除の理由には該当しない筈だが、政治的圧力が高まれば、日銀の論理が変わる可能性がゼロではない点に留意すべきだろう。2024年は自民党総選挙(9月)が予定されているほか、衆議院議員任期満了(2025年12月)前の総選挙の可能性もある。

(2) 原油価格と海外経済の動向

原油価格の急騰と急落リスクは過去にも日銀を苦しめてきた。最近では、2015年に原油価格が急落したことと中国での人民元切り下げがデフレ圧力を強め、それまで上昇傾向にあった期待インフレ率を押し下げることとなり、2%インフレ目標の達成は遠のいた。これを受けて日銀は2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。足下では、中国経済は低迷しているものの、不動産業へのテコ入れ策を含む景気対策をしているほか、欧米経済も大幅利上げの下でも大きな景気底割れは回避できる見通しにあることから、2015年当時に見られた原油価格急落のリスクは大きいとは言えない。ただ、2025年央にかけての景気減速がどの程度となるかは未知数の面も残っている。この面では引き続き要注意だ。

一方、地政学リスクの面から原油価格が急上昇するリスクも残っている。世界の需要が減速するなかでの原油価格上昇はスタグフレーションリスクを高める。日本の輸入物価も上昇することとなるが、これは「第一の力」だ。日銀のロジックに沿えば、これでマイナス金利解除が早まることはない。次に、世界経済が想定以上に堅調に推移してエネルギー需要が高まる場合には、日本でも景気回復のなかでのインフレ圧力が高まり、マイナス金利解除時期が早まる可能性がある。ただ、その場合でも「第二の力」を日銀が見極めるには時間が必要で、マイナス金利解除の時期は2024年後半であろう。

(3) 市場との対話

マイナス金利解除に関する日銀の公式スタンスは「あらゆる可能性を排除しない」というものだ。したがって、現時点でも「年内解除の可能性はあるか」と問われれば、植田総裁は「可能性はゼロではない」と回答するであろう。読売新聞報道(9月9日)での植田総裁発言(前記10月Kanno

Report)で一部に「年内のマイナス金利解除か」との思惑が広がったが、足下ではその可能性は大きく低下している。しかし、市場が来年4月までのマイナス金利解除を織り込み、かつその確信を強めているように見える状況下、もし当社のマイナス金利解除時期に関する見方が正しいとすると、市場とのギャップをそのままにして来年4月の金融政策決定会合を迎えるとは考えにくい。市場の期待が裏切られると、大幅な円安ドル高となるリスクがあるので、日銀としては、今後の植田総裁会見・講演や審議委員の講演等を通じて市場に日銀の見方を伝え、市場の見方の修正を促すであろう。植田総裁の名古屋での講演はその第一歩と筆者は考えるが、市場の反応はいまのところ鈍い。今後の日銀からの情報発信には要注目だ。

(菅野雅明)



尾河 真樹 (おがわ まき)
 執行役員 兼 金融市場調査部長
 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース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「十字路口」「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。



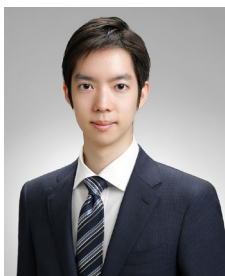
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
 金融市場調査部 シニアアナリスト

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)。

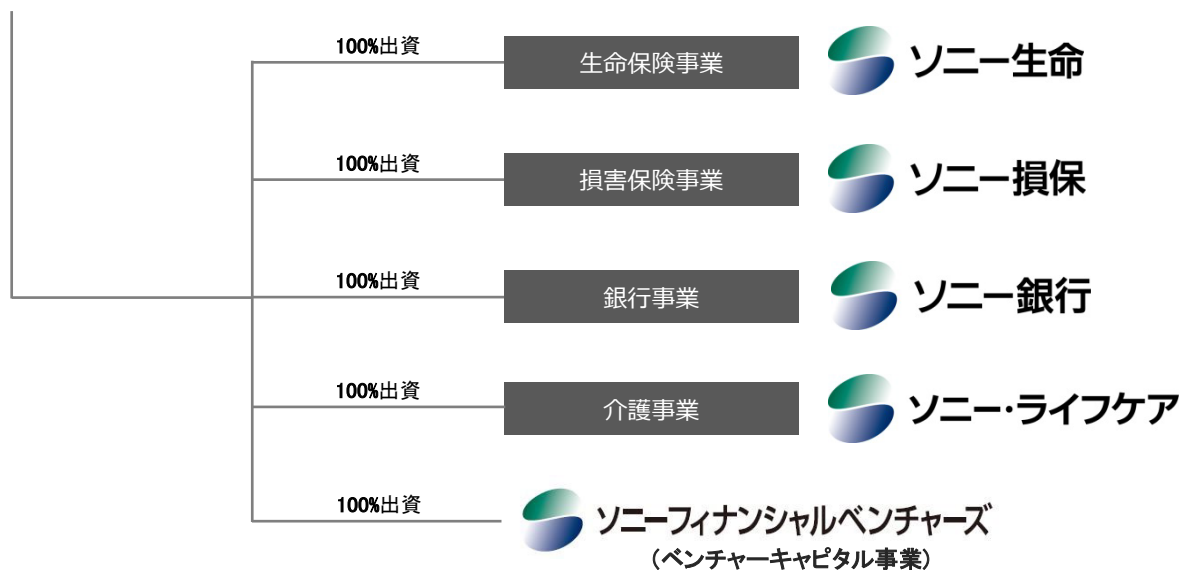
本レポートについてのご注意

- 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お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もありません。
- 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が、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もありません。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いたします。
- 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(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>