

## 日銀：マイナス金利解除に向けた大きな一歩 —3月会合以降はライブに—

### KEY POINT

- 植田総裁は12月会合までは早期マイナス金利解除に慎重で、中村委員も拙速な変更を諫める発言を行った
- 1月展望レポートでは「物価目標に向けた見通しが実現する確度が高まっている」として、従来の「見極める必要がある」という文言は削除され、「見通し」ベースでの政策判断に変更された(政策反応関数の変更)。
- 中小企業の価格設定態度についても「利益水準」が高まれば賃上げ余力が出てくる、との判断
- 当社では、マイナス金利解除時期の見通しを従来の本年10月から同7月に変更
- もっとも、3月以降は、いつでも政策変更の可能性がでてきており、「ライブ」な会合との位置づけ
- 日銀が政策反応関数を変更した理由は不明だが、政治的配慮が働いた可能性も
- 展望レポートの「企業の価格設定態度の分析」は物価見通し実現について慎重な表現。総裁発言とは距離感

筆者は、これまで「[マイナス金利解除時期を検証する](#)」(2023年10月24日)、「[マイナス金利解除時期を検証する\(2\)](#)」(2023年11月28日)、「[日銀アップデート](#)」(2023年12月26日)で、マイナス金利解除に関する日銀の情報発信を逐次分析してきた。そこでの結論を要約すると、マイナス金利解除のために日銀が自ら高めに設定した条件をクリアすることは容易でなく、2024年前半のマイナス金利解除の可能性は低い、というものだった。こうした判断の下、当社では、マイナス金利解除時期は2024年10月と予測し、市場予測(2024年1-4月が大勢)とは距離を置いてきた。しかし、以下に見るように、植田総裁の本年1月金融政策決定会合後の記者会見(以下、1月会見)の内容は、それまでの情報発信の内容とは大きく異なり、早期解除を示唆するものであった。これを受け、当社では、マイナス金利解除時期予測を本年10月から7月に前倒しするとともに、3月から7月までの4回の会合で決定される可能性もあるという意味で「3月会合以降はライブ」と判断することにした。

なお、日銀が情報発信の内容を変更する場合には、2つの方法がある。政策反応関数は変えずに、同関数のパラメータの変化で説明する方法と、政策反応関数自体を変える方法である。前者については、例えば、政策変更(修正)をするうえで重要な要素である景気や物価の見通しが大きく変わる場合などであるのに対し、後者は政策変更(修正)を行うために必要な判断基準を変更する方法である。今回の変更は、筆者には後者であるように映った。以下、その点を具体的に見てみよう。

### 1. フォワードルッキングな判断へ

植田総裁は1月会見で「基本的には、物価目標の達成が見通せる状況になったということが(マイナス金利解除の)判断の根拠」と述べている。これだけを聞くと、とくに違和感がないかもしれないが、これまでの発言内容と比べると大きな変化がある。植田総裁は、以前に「物価目標を下側に外してしまうリスクと、上側に外してしまうリスクを比較して、これまで下側に外してしまうリスクの重さを重視して行動してきた」(2023年9月25日記者会見)と発言していた。日銀は、ビハインド・ザ・カーブのリスクを敢えて甘受するように見受けられる発言だ(この点は、日銀は否定しているが)。その後、この点に関する発言は(筆者の知る限り)なされていないが、本年1月会見では、ビハインド・ザ・カーブの政策姿勢がフォワードルッキングな姿勢に変化したのは、驚きであった。

### 2. 「見極めの必要」を削除

上記の点については、1月展望レポートおよび植田総裁の1月会見で使用された文言からも見てとれる。これまでは「基調的な物価上昇率が、2025年度にかけて物価安定の目標に向けて徐々に高まっていくという見通しを実現する確度は、引き続き少しずつ高まってきているとは思いますが…なお見極めていく必要がある」(2023年12月会見、下線は筆者)との姿勢だったが、今回の展望レポート(基本的見解)では「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しを実現する確度は引き続き、少しずつ高まっている」となっており、「見極め」という文言が削除されている。また、文章の構成も、従来の「確度は引き続き高まっているが…

なお見極める必要がある」から、今回の「先行きの不確実性はなお高いものの、…確度は引き続き高まっている」と、逆転している。「見極めが必要」という文言が削除され「こうした見通しが実現する確度は引き続き高まっている」という文言にとどめたことは、フォワードルッキングな政策判断姿勢に変化したことと整合的だ。

### 3. 「第二の力」の判断

日銀は、マイナス金利解除につき、単にCPI前年比が目標値である2%を超えればよいというのではなく、その持続性・安定性という観点から「賃金と物価の好循環」を重視してきた。すなわち、足下のこれまでの高インフレは輸入物価高騰の国内への波及という「第一の力」であり、「賃金上昇が物価を押し上げる」という「第二の力」がマイナス金利解除の条件としてきた。

この点につき、前回会合では「第二の力については、物価安定目標を十分な確度をもって見通せる状態にはまだ至っていない」として、早期解除に対しては慎重な見方を繰り返したほか、「来春の賃金が強く出れば、それが消費を支えていくという因果関係があるので、その辺を見極めたい」と述べている。ここでは、①2024年春闘および中小企業の賃金動向、②賃金上昇の消費に及ぼす影響、③消費の強さが物価に及ぼす影響、を見極めることがマイナス金利解除の条件と受け止めたが、1月会見では、こうした波及メカニズムについての言及はなく、単に「サービス価格の上昇には一時的な要素も含まれているが、そうした部分を除いても少しずつ上昇している」と、「第二の力」が作用し始めているかのような発言となっている。なお、植田総裁が言及した「一時的な要素」に含まれる「宿泊費と外食費」についてみると、宿泊費の上昇は人手不足による稼働率の低下を値上げで補うという側面があることは事実だが、加えて昨年の全国旅行割に伴う政策効果の反動という面が大きいほか、外食費は輸入物価の上昇と昨夏の異常気象に伴う食品価格上昇の影響があるので、持続性を伴う物価上昇には当たらない。「一時的な要素を除いたサービス価格の上昇」をどう評価するか、が重要だ。

日銀はこの点につき、1月展望レポートでの「BOX3: 消費者物価をめぐる動き」のなかで、企業の賃金・価格設定行動についての定量分析を試みている。ここでは「前向きな動きが徐々に広がりつつある。引き続き…様々な角度から定量的な分析を行うことで、見極めていくことが重要である」とあり、すでに「第二の力」が作用し始めているとの見方へ変わりつつある可能性が示されているが、まだ「見極めが必要」との見方である。焦点は、この前向きな動きの強さがいつ物価を2%超に押し上げるか、という点だが、BOX3の図表B3-4(CPIと所給与)をみると、CPI(低変動品目)の変動要因としての所定内給与の寄与度は足下で0.5%程度に止ま

っている。この図から見る限り、これらの品目の物価上昇率が安定的に2%を超えるには、所定内給与の伸びが1980年代後半のように安定的に3%を超えることが必要のように見受けられるが、これはかなり高いハードルで、短期間に達成するのは困難なように見受けられる。「確度が高まっている」という植田総裁の眼にはどのように映っているのだろうか。

### 4. 中小企業の賃金動向

上記のとおり、今後の日銀の金融政策を見通す場合に、最も重要な要因の一つが企業、とくに中小企業の賃上げ動向であることは間違いない。中小企業の賃上げにつき、従来は「人件費や間接費の販売価格への転嫁は容易ではないとの声も」(2023年12月会見ほか)として、「第二の力」に関し確信を持っていないこと材料としてきたが、1月展望レポートではこの点につき一定の前進がみられていることが示唆された。

前記の展望レポートBOX3では「原材料コストの変動は価格転嫁できるようになったが、人件費は転嫁しにくい」との声が引き続き多いものの、需要が回復している対面型サービスを中心に、賃上げの原資を得るべく、値上げをする動きも徐々に広まっている(下線は筆者)と述べている。確かに企業の価格設定態度に一定の前進がみられるものの、値上げは「徐々に」という判断であり、BOX3の書きぶりは依然慎重だ。

しかし、植田総裁の記者会見は予想以上に強気だった。植田総裁は「全ての中小企業の賃金がみんなそこそこ上がらないと金融政策の判断ができないか」と、そうではない「中小企業の利益の動向については賃金よりも少し早めにデータが入る」「法人季報等から見る限り、利益の水準という意味では中小企業も非常に良いものになっていますので、全ての中小企業が賃上げの余裕がないということではない」と述べ、議論の焦点を中小企業の利益動向に誘導しているように見受けられた。中小企業がある程度増益であれば、賃上げは可能という論理だ。従来の慎重な論理からすると、大きく変化したように見える。まさに「政策反応関数」が変化した可能性が窺われる。

### 5. 植田総裁発言が変化した背景

1月会見では、マイナス金利解除のハードルを大きく下げたようにみえたが、その背景について植田総裁は「もう一回点検をしてみたら、同じような見通しが中心的な見通しであるという辺りが、一番見通しの確度が上昇したということの根拠になる」と述べている。ただし、これで十分な説明責任を果たしたとは言い難い。展望レポートの全文を読んでも「(前回会合以来)一定の前進は得られても、従来の高いハ

ードルをクリアするような前進とはいいいがたい」というのが筆者の印象だ。

一方、植田総裁は、1月会見の最後の方で「昨日も政労使での会議があったりしたが、転嫁は望ましいという雰囲気が出るかどうか影響する」「賃金の価格への転嫁が望ましいという規範が醸成されることはプラスに働く」とも述べている。この発言は、意外と植田総裁の心境の変化を表しているのかもしれない。これはあくまで筆者の想像に過ぎないが、日銀が賃金上昇に確信を持ったことを表明することで、世の中の賃上げムードを盛り上げる（日銀の言葉を借りると「賃上げから物価上昇へ」という規範を社会的に広める）というように判断を大きく変えた可能性がある。植田総裁が「政労使会議」に言及したのは、日銀に対する何らかの示唆が「政労使」からあったのか、あるいは「政労使会議」の結果を見て日銀が独自の判断（忖度？）で判断を変えたのかは不明だが、政治的な理由で政策の反応関数を変更したのであれば、説明は一応可能だ。

## 6. マイナス金利解除時期:3月以降ライブに

以上を踏まえ、改めてマイナス金利解除時期について考えてみると、まず、植田総裁の発言がマイナス金利解除にここまで前向きになったことから、当社が従来考えていたように本年10月まで現状維持を続けることは困難と考える。となると、3月・4月・6月・7月の4回の会合のいずれかでマイナス金利解除がなされる可能性が高まった。

次回3月会合での解除は、展望レポートを読む限り時期尚早のように見受けられる。前記の通り、まだ「見極める」点が残っているからだ。それが2か月間にすべてクリアされる可能性は低い（日銀スタッフと植田総裁の見解の違いを植田総裁が押し切る場合には別だが）。

4月会合での可能性は3月に比べると上昇する。2024年度ベアが3%を大きく超えることと、中小企業的大幅賃上げに日銀が確信を抱いた場合である。このほか、海外景気が予想を上回って堅調に推移し、FRB（連邦準備理事会）の利下げ見通しが先ずれて為替レートが大きくドル高・円安に振れた場合も早期のマイナス金利解除を促す要因となりうるかもしれない。

6月会合での可能性も残されている。中小企業の収益を確認するために必要な2024年1-3月法人企業統計の発表日が6月3日で、6月会合（6月13・14日）に間に合うからだ。

ただ、マイナス金利解除の決断には、十分な説明責任を伴うので、やはり展望レポートが発表される会合であろう（日銀は、公式には、展望レポート発表時以外の会合でも政策

変更はありうるとしているが）。7月であれば、中小企業の収益だけでなく賃上げの動向もヒアリングベースで判明すると考えられるからだ。こうした点を勘案すると、7月マイナス金利解除の可能性が高いと考えられる（現時点でのメインシナリオ）。

植田総裁は12月会見で「1月に向けて新しいデータはある程度入ってきますが、そんなに多くない」と述べ、1月マイナス金利解除について否定的な見解を述べた。実際、1月会合は現状維持だった。1月会見で植田総裁は、3月会合に向けて、「ある程度の情報は得られる」「賃金回りのデータもある程度出てくる」と幾分ポジティブな回答だった。もっとも同時に「3月に比べれば4月はより情報量が増える」とも述べているので、この辺が「4月マイナス金利解除説」の根拠の一つになっているのであろう。なお、3月会合でのマイナス金利解除が見送られた場合（当社ではその可能性が高いとみているが）、4月会合に向けての植田総裁の発言に注目が集まる。

このほか、審議委員の発言にも要注目だ。12月の極めてハト派的な植田総裁の会見の後、中村委員からは拙速な政策変更を諷める発言があった。タカ派的だった1月総裁会見を受けて、中立派とみなされる審議委員（中川委員、高田委員）がどのような発言をするのか注目したい。

## 7. マイナス金利解除後の金融政策

植田総裁は1月会見で「マイナス金利を解除するようになったとしても、きわめて緩和的な金融環境が当面続く」と述べている。マイナス金利解除が、当社の現在の見通しのようになり7月とすると、次の利上げは2025年中（0.1%）、次いで2026年中に0.25%へ、2027年中に0.5%へというように極めてゆっくりとした利上げを予想する。ただし、この間海外景気が大きく減速するような場合には、日本経済にも下振れ圧力が増すので利上げは中断されるだろう。一方、海外景気がゴルディロックス状態を続け、国内でも賃上げムードが持続してインフレ率が2%を上回って上昇するリスクが高まる場合には、利上げペースが速まるとともに、金利の水準も引き上げられることになる。ここから先は経済指標次第ということになる。

また、どのような形でマイナス金利解除がなされるか、という点も重要なポイントだ。この点については、マイナス金利解除後に、厳密な意味でのゼロ金利政策に戻る可能性は低いと思われる。政策金利をゼロに誘導すると、コール市場の機能が大きく低下するからだ。コールレートがある程度変動できるように、誘導幅をレンジで示す可能性もある。また、準備預金に対する付利3層構造はマイナス金利の下での対応であったので、当然見直しの対象となりうる。この点については金融機関収益への影響を含めて日銀は検討

を進めていると思われるが、新たなゼロ金利政策がどのような姿になるか、という点も、その後の金融政策については市場への影響という観点からも重要だ。

このほか、YCC(イールドカーブコントロール)について植田総裁は1月会見でマイナス金利解除後も市場の激変緩和措置としてのYCCが継続される可能性を示唆した。この点は筆者の前記12月レポートで予測した内容と整合的だ。ただし、予想される新たなYCCの枠組みとしては、現在のゼロ%程度という10年国債金利誘導目標を0.5%程度に引き上げ、事実上の上限金利を1.0%から1.5%に引き上げるような修正が行われる可能性が高いと考える。

(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

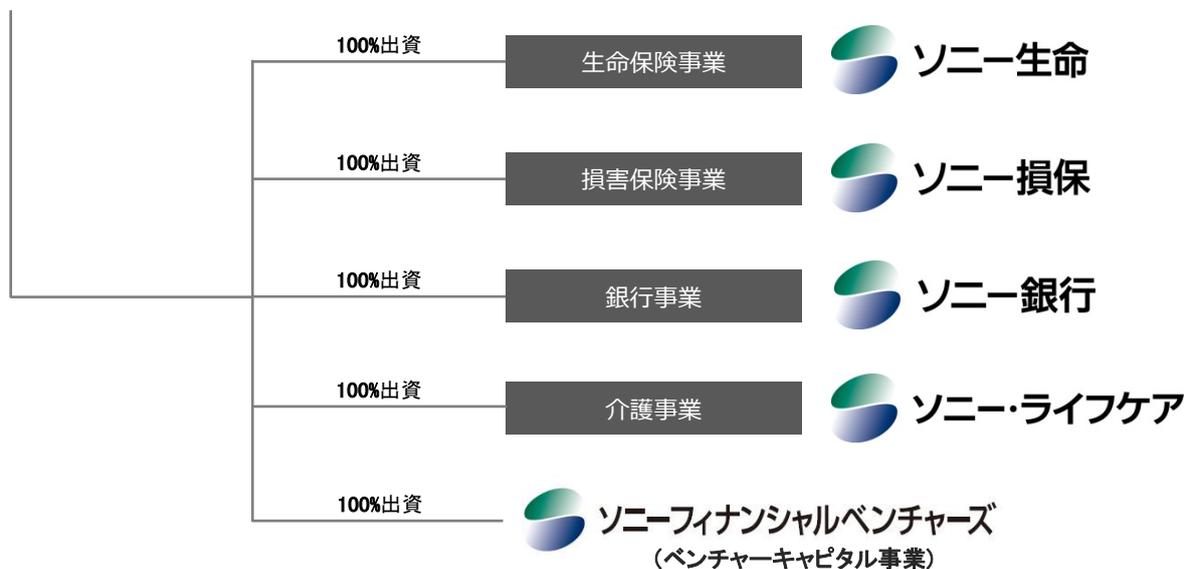
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、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

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>