

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

マイナス金利解除後の日銀の金融政策 —追加利上げは10月がメインシナリオ—

KEY POINT

- 日銀の金融政策反応関数は「賃金と物価の好循環」実現の見通しに軸足を置いたフォワード・ルッキング型に
- 追加利上げのために必要な確認事項は、中小企業的大幅賃上げと個人消費の回復
- 2023年のベアと所定内給与の関係を参考にする、本年も7月頃までに3%超えの所定内給与増を確認か
- 個人消費は、実質賃金が間もなくプラスに転じる見込みで夏場以降の回復を期待するも、実現は不透明
- 所定内給与の増加と個人消費の回復を確認したあと10月追加利上げ(0.25%へ)がメインシナリオ
- 長期国債買い入れ6兆円/月は継続されるも、長期金利の決定は基本的に市場に委ねられ、今後の金融政策の主たる手段は短期金利操作に(従来の金融政策の枠組みを大きく転換)
- ターミナルレート(利上げの終着点)は不透明要因が多いものの、1.0%を想定

日銀は、3月の金融政策決定会合で、①マイナス金利政策の解除(無担保コールレートO/N物の誘導目標を0~0.1%に)、②YCC(イールドカーブ・コントロール)の撤廃、③ETF・J-REITの新規買い入れ停止を決定する一方で、長期国債6兆円/月の買い入れ継続を決定し、「当面、緩和的な金融環境が継続する」ことを声明文に盛り込んだ。これらの内容は、事前に各種メディアの報道を通じ市場に織り込まれていたため、結果的にはノーサプライズであり、市場の次の関心事は追加利上げの時期に移っている。しかし、今回の日銀の歴史的な決定は、展望レポート発表を伴わなかったこともあり、日銀がどのような考えに基づいて決定したのか、必ずしも明らかでない点もある。本稿では、今後の日銀の金融政策の「反応関数(reaction function)」に焦点を当て、今後の日銀の利上げを予想してみたい。

1. 「見極め」から「見通し」へ

当社レポート「[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—](#)」(2024年1月30日)に記したように、日銀は政策変更(マイナス金利解除)に関し、昨年12月までは「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が見通しする確度は、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](#)」(2023年12月植田総裁記者会見、下線は筆者)との姿勢だったが、1月の展望レポートでは「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが見通し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「見通し」に軸足を移すこととなった。いわば、バックワード・ルッキングな政策スタンスからフォワード・ルッキングな政

策スタンスへの変更がなされたと解釈できる。その背景については、日銀から十分な説明がなされていないまま、市場ではマイナス金利解除時期と「長短金利操作付き量的質的金融緩和」の枠組み変更の内容に議論が移っていった。これを受けて、当社でも1月以降は、4月のマイナス金利解除を軸としつつも「3月以降はライブ」との見通しに変更した。

3月に至る日銀の反応関数の変化を踏まえると、今後も状況次第では再びバックワード・ルッキング型に戻る可能性も残されてはいるが、当面は「見通し」に軸足を置いたフォワード・ルッキング型の政策判断が行われると考えてよいだろう。植田総裁は3月金融政策決定会合後の記者会見(以下、記者会見)で「物価見通しがはっきりと上振れるとか、あるいは...上振れリスクが高まるとか、そういうことが政策変更の理由になるかと思われます」と述べている。もっとも、中村委員と野口委員は3月会合でマイナス金利解除に反対しており、「見切り型」の政策変更には反対票を投じている。この点に関しては、政策委員会も1枚岩ではなさそう

2. 「賃金と物価の好循環の強まり」の確認

日銀が3月に金融政策の枠組みの見直しをした理由の一つは「賃金と物価の好循環の強まりが確認されてきている」ことだが、1月からどのような「好循環の強まり」があったのかは必ずしも十分には明らかではない。声明文では①春闘の途中経過、②企業からのヒアリング情報、③サービス価格の緩やかな上昇、が「好循環」の根拠のようだが、3月にかけて明らかとなったのは①のみで、②と③について日銀は十分な説明責任を果たしているとは言い難い。これらの

点については 4 月の展望レポートで明らかになることを期待したい。

この関係で筆者が気になったのは声明文に記されたのが「賃金と物価の好循環の強まりの確認」であって、「賃金と物価の好循環の確認」ではなかった点だ。「強まりの確認」ということは、好循環が実現していなくても実現の方向に近づいていることが十分な政策変更の理由になったことを示唆している。今後継続的な利上げを行うために必要な「好循環のさらなる強まりの確認」のためには、賃金動向だけでなく、「賃金上昇→消費増→企業収益増・販売価格上昇」といった波及経路を確認することが必要になろう。

3. 残された課題: 中小企業の賃上げと消費動向

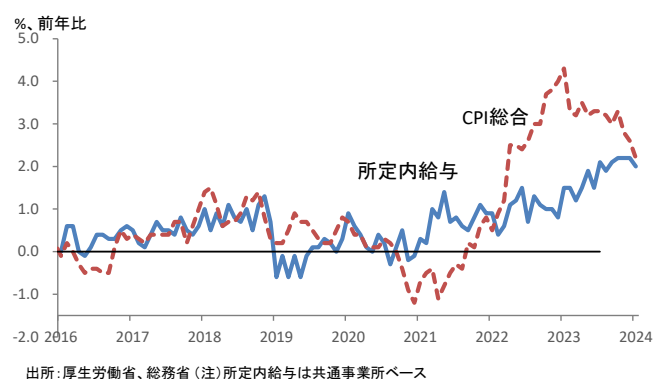
今回マイナス金利解除を決定した要因として、植田総裁は記者会見で「春闘での賃金妥結状況が重要な判断ポイントの一つ」と述べ、中小企業については「どれくらい今後広がっていくかというのは、大変貴重な政策を決めるポイントになる」と併せて述べている。中小企業の賃金動向に重要な影響を及ぼす企業景況感・企業収益・販売価格見通しに関する情報は 3 月短観(4 月 1 日発表)、6 月短観(7 月 1 日発表)、9 月短観(10 月 1 日発表)で得られる。このほか、支店長会議(4 月・7 月・10 月)での各日銀支店からの報告も重要な判断材料になるだろう。ただ、これらの情報は賃金そのものではない。中小企業を含めた賃金の動向は、毎月勤労統計で確認することが必要となる。

もう一つの残された課題は「総需要の動向」とくに「個人消費の動向」だ。賃金から物価の好循環を実現するには、消費者が賃上げによって得られた所得の増加を消費に回すことが必要だ。植田総裁も会見で「消費が思ったようには回復してこないというのが下振れリスクだ」と述べている。一般には、今後、賃金の伸びが加速する中で、インフレ率(CPI 前年比)が低下し、実質賃金がプラスになれば消費が回復するとみられているが、この見通しは消費性向が一定(あるいは上昇する)という前提の議論だ。しかし、消費者が賃金上昇の持続性に疑問を持ち賃金の増加部分を貯蓄に回す、あるいは年金生活者の場合のように実質可処分所得が目減りし企業の生活必需品の値上げについていけないような場合には、消費が失速し、企業は値上げを撤回せざるを得なくなることも考えられる。この場合には賃金から物価の好循環が途切れてしまう。今後賃金が消費に波及し、それが物価を押し上げるという好循環を確認するためには、2024 年度の企業収益のさらなる改善とそれを踏まえた 2025 年春闘での大幅な(2024 年並みかそれ以上の)賃上げの実現が必要だ。

4. 10 月追加利上げがメインシナリオ

筆者は、本年の中小企業の賃上げについては比較的楽観している。2023 年の例をみてみよう。2023 年のペア 2.07% (99 人以下の中小企業では 1.87%、連合ベース)の下で、所定内給与前年比(共通事業所ベース)は 7 月には 2.1%まで上昇し、その後も 2.0%前後で推移している(図表 1)。このことは、中小企業のペアも大企業並みの(少なくとも大企業比で大きく劣らない)水準であったことを示唆している。2024 年については、まだ第 1 回回答集計結果(定昇込みで 5.28%、定昇を除くペアで 3.7%)の段階で、最終結果は下方修正が見込まれるが、それでもペアの着地点は 3.4%程度となる可能性が高い。ペアの結果を踏まえたマクロベースでの賃金増加が、昨年と同じ推移を辿るとすると 7 月の毎月勤労統計(9 月初発表)で確認される見込みだ。この情報を基に日銀が無担保コールレート O/N 物を引き上げる(0.25%へ)とすると、最速で 9 月の金融政策決定会合(9 月 19・20 日)となるが、次回の利上げは今回と異なり、とくに急ぐ理由もない。説明責任を果たすためにも展望レポートが発表される 10 月会合での利上げの可能性が高い。

(図表 1) 所定内給与とインフレ率

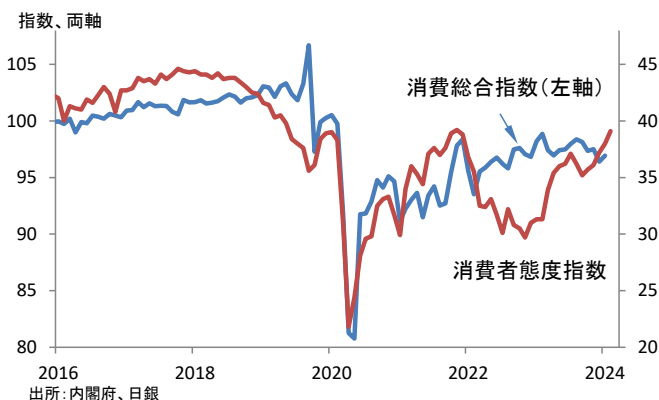


一方、7 月短観と同支店長会議で中小企業の賃上げに関する確度の高い情報が得られれば展望レポートが発表される 7 月の金融政策決定会合での利上げの可能性もある。とくに、この間、さらなる円安が進み外部要因でインフレが加速し、基調的インフレ率の見通しが引き上げられるような場合はなおさらだ。しかし、外部要因に大きな変化がない場合には 7 月利上げの可能性は低いとみるべきだ。植田総裁は、記者会見で「急激に金利が上がるという事態になりませんと、どういう予期せぬ混乱が起きないとも限らない」「(利上げは)ゆっくりと進めていける」と述べている。「ゆっくり」の定義は難しいが、利上げの間隔としては 4 か月より 7 か月の方が「ゆっくり」であることは間違いない。

一方、10 月再利上げシナリオの最大の懸念材料は、植田総裁が会見で言及した個人消費の下振れリスクであろう。足下の消費者マインド(消費動向調査の消費者態度指数)は幾分回復しているものの、消費増には結びつかず、消費

水準はコロナ禍前を大きく下回った状況が続いている(図表 2、次ページ)。今後、実質賃金がプラスに転化することで消費者マインドがさらに回復し、つれて消費者の財布の紐が緩むことを期待したいが、現時点では不透明だ。10 月時点で消費の回復が確認できない場合は、利上げ時期を先送りする可能性が高いが、消費者マインドのさらなる回復が続いていれば「見切り発車」的に 10 月利上げに踏み切る可能性もある。後者の場合には、金融政策決定会合での利上げの賛否が大きく分かれることもありうる。

(図表 2) 消費水準と消費者マインド



だが、今回の記者会見では、ターミナルレート(利上げの終着点)についても議論された。通常、ターミナルレートは中立金利(インフレを加速も減速もさせない政策金利水準)を指すが、日本の場合、期待インフレ率が 2.0%まで上昇すれば、実質金利を 0.5%と想定して 2.5%がターミナルレートとなる。しかし、日本の期待インフレ率は足下で上昇しつつあるとはいえ 1.1~1.4%のレンジで推移しており、これを 2.0%に引き上げ、そこに定着させるのは至難の業だ。植田総裁は期待インフレ率を引き上げるためにも「緩和的な金融環境を続ける」と発言している。日本の期待インフレ率がどこまで上昇するかについて確たることは言えないが、仮に 1.5%までの上昇に止まる場合には、1.0%程度が政策金利の上限となろう。その場合、実質政策金利は-0.5%程度までのマイナス幅縮小はあっても、マイナスであることには変わりはない。当社では、日銀の政策金利のターミナルレートをとりあえず 1.0%と想定するが、この点は今後のインフレ率や期待インフレ率、さらには景気判断にも影響されるので、今後の日銀からのメッセージを丁寧にフォローしていきたい。

(菅野雅明)

5. YCC 廃止: 債券市場政策は金利から量へ

今回の日銀の政策変更の大きな意義は、金融政策の主たる手段を短期金利(無担保コールレート・O/N もの)と明記したことだ。黒田総裁時代に始まった YCC の下での長期金利操作は、短期金利操作および量的質的操作と相俟って、2%物価目標を実現するための手段と位置付けられていた。今回の決定でも長期国債の月間 6 兆円程度の買い入れ方針および長期金利急騰の際の指値オペの余地は残されたが、これは 2%物価目標との関係ではなく、債券市場の機能正常化に至る経過措置として位置づけられる。

また、長期国債 6 兆円/月の買い入れは声明文に明記されたので、今後長期国債の買い入れ額を変更する場合には政策委員会の承認事項となり、金融市場局の役割は与えられたマンドートのなかでの市場操作ということになる。YCC 廃止後は、長期金利の決定は基本的に市場に委ねられる。もっとも、ストックベースでは、日銀は国債発行総額の過半を保有している事実には変わりはなく、その意味では債券市場の正常化にはかなりの時間を要する。日銀としては、債券市場の正常化を急ぎたいところだが、2%インフレ達成前のバランスシート縮小は市場の混乱を招きかねない。このジレンマに対し、日銀が多角的レビューのなかでどこまで踏み込めるかが注目だ。

6. ターミナルレートは

当面の市場の関心事は、次回およびその後の利上げ頻度



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」「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。



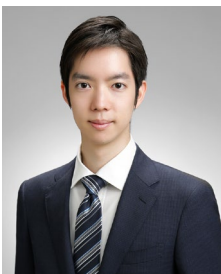
石川 久美子 (いしかわくみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

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、X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

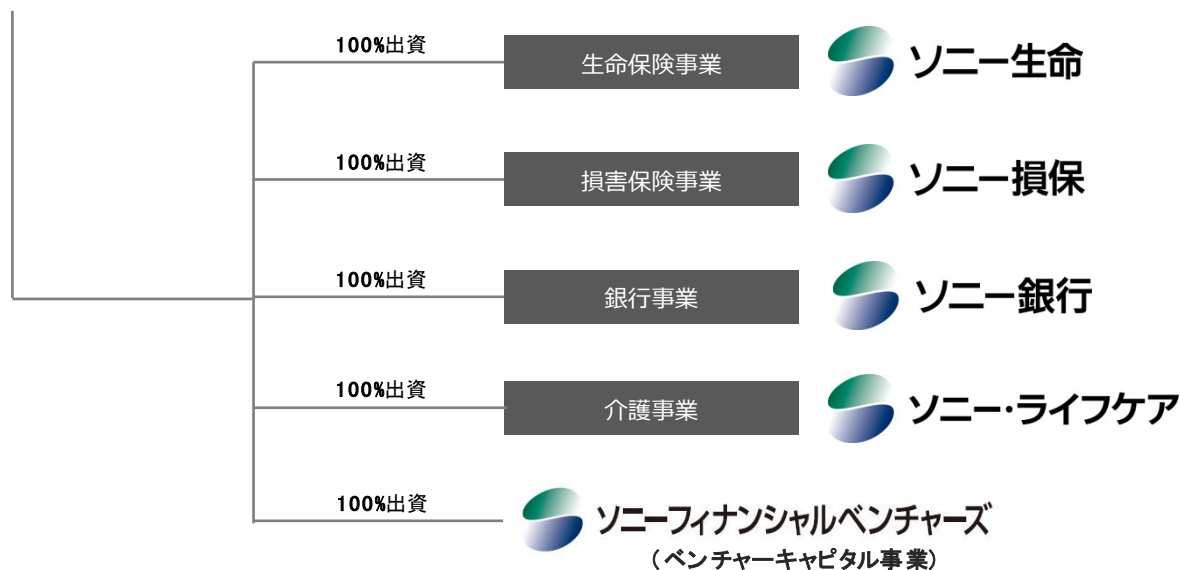
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能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