

House-View Spot Report

日本銀行の金融政策について

The logo for IFA Leading, featuring the text "IFA Leading" in a bold, black, sans-serif font. The text is positioned to the left of a large, white, glowing sphere that has a soft gradient and a bright highlight on its left side, giving it a three-dimensional appearance.

IFA Leading™

Asset Management
with Higher Transparency.

IFA Leading is a financial institution with solid knowledge and ethical attitudes. We pursue truly better financial service through constant reflections and actions. We believe that asset management should make your aspirations come true by not only leveraging your capital but also by understanding your life stories and social trends.

We promise you to protect your assets and make sure you know all the reasoning behind our actions, to guide you through to make truly satisfying decisions. We will always be there as your closest advisor to support your life plans and financial goals. Financial service to enrich your future and our society.

■ 日本銀行の金融政策について

- 足元の金利上昇は、日本銀行の金融政策運営のタカ派化に起因する
- マクロ需給ギャップよりも、労働市場の需給を重視する
- 政策金利の最終到達点は1.0%～1.5%程度だと考えられる

日本銀行の金融政策の「考え方」の変化が足元の金利上昇の原因

国内債券市場では、長期金利の指標となる新発10年物国債利回りが、一時2009年11月以来の水準となるなど、国内金利の上昇が顕著になってきた（下図参照）。

足元の金利上昇を引き起こしている最も大きな要因は、日本銀行の金融政策の「考え方」がタカ派的に変化していることにあるだろう。

従前、日本銀行は、基調的な物価上昇率は、マクロ需給ギャップと家計や企業の先行き物価に対する見通しである期待インフレ率で決まると説明してきた（マクロ需給ギャップとは、経済全体の「需要」と「供給」の差を示す指標で、プラス（マイナス）であれば、需要超過（需要不足）を意味している）。

つまり、日本銀行のこれまでの政策運営は、金融緩和の継続によって金利を引き下げ、需要拡大を促し（マクロ需給ギャップをプラス方向へシフトさせる）、物価と期待インフレ率の上昇に働きかけることで、物価目標である2%水準を達成すると想定していたはずだ。

マクロ需給ギャップよりも労働市場の需給を重視する

しかし、2025年1月27日に公表された日本銀行の展望レポート（先行きの経済・物価見通しや、金融政策運営の考え方を整理したレポート）では、マクロ需給ギャップがプラスでなくとも、労働市場の需給を重視する政策運営の方向性が示唆された。

同レポートでは、「多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかけるとみられる」と記載されている。

【日本10年国債利回りの推移と日本銀行の主な金融政策】



注：直近値は2025年2月21日。YCCはイールドカーブ・コントロール
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

労働供給制約の影響で
経済成長が抑制されて
いる

マクロ需給ギャップが
実態としてはプラスに
なっている可能性

基調的なインフレ率次
第では政策金利の引き
上げを前倒しする

輸入物価の上昇が期待
インフレ率に影響する
ならばそれを考慮する

これは、日本経済が労働供給制約（≒人手不足）に陥っており、企業が人材を確保するために賃金を引き上げる傾向が強まっていることを意味している。旺盛なインバウンド需要に対して、人手不足で稼働率が上がらないホテル業界などは、その典型例と言えるだろう。

実際、下図に示すようにマクロ需給ギャップの内訳をみると、新型コロナウイルス終息以降は、労働投入ギャップ（労働市場の需給）がプラス（人手不足）であるのに対して、資本投入ギャップ（設備稼働率の過不足）はマイナス（設備稼働率の低下）となっている。

このことは、労働供給制約によって設備稼働率が上がらず、経済成長が抑制されている可能性を示唆している。言い換えれば、マクロ需給ギャップは実態としてプラスであると捉えることができる。

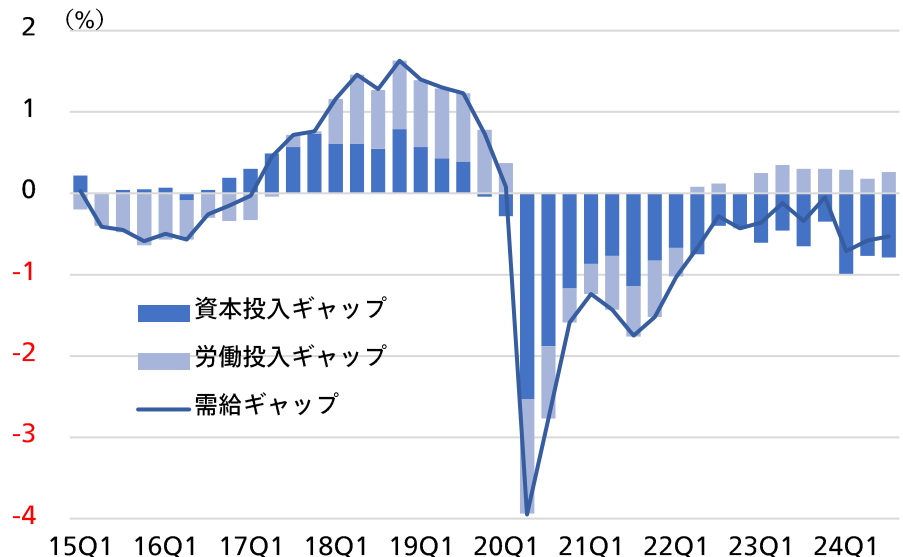
仮に、労働供給制約（≒人手不足）が賃金上昇を促し、それが物価を押し上げる構造が日本経済に定着しつつあるのであれば、政策金利を景気抑制的な水準に引き上げなければ、物価が日本銀行の見通しを上振れるリスクが高まるだろう。

日本銀行もこうしたリスクを意識し始めていると考えられる。金融政策決定会合後の記者会見で植田日銀総裁は、基調的なインフレ率が上昇すれば、中立金利（経済に対して引き締めのでも緩和的でもない名目金利）に向かう速度が速くなると発言し、基調的なインフレ率が上振れば、政策金利の引き上げを前倒しする可能性を示唆した。

また、2月12日の衆議院の財務金融委員会での質疑において、円安による輸入物価の上昇が人々の期待インフレ率に影響を与えるならば、それを加味した政策運営が必要になるとの見解を示すなど、従前とは異なる方向性を打ち出している。

以上のように、日本銀行の金融政策運営のタカ派化によって、金融市場で利上げの織り込みが進んだことが、国債利回りの上昇に繋がっていると考えられる（2月21日時点では、25年7月・9月の追加利上げが有力視されている）。

【日本経済のマクロ需給ギャップの推移】



注：データは四半期で、Q1は1-3月期
出所：日本銀行、Bloombergのデータをもとに当社作成

先行きの日本銀行の金融政策を考える上で重要になるのは、賃上げの動向（春季労使交渉）と、政策金利の最終到達点（ターミナルレート≡中立金利）がどこになるかであろう。

賃上げは昨年を上回る可能性はある

まず、賃上げ動向については、既に大幅な賃上げを決めた企業が散見されるなど、例年よりもやや早いタイミングで賃上げの決定がされており、昨年を上回る内容となる可能性がある。好調な企業業績によって企業の賃上げ余力が十分に存在することや、人手を確保するために賃上げを行わざるを得ない状況が背景にあるだろう。

民間エコノミスト37人の2025年の春季賃上げ率は平均+4.92%、ベースアップは+3.23%となっており、労働市場の需給の引き締まりが賃上げに繋がると金融市場もみているようだ（下図参照）。

今後、3月12日の春闘の集中回答日や、同14日の第1回集計結果が前年を超える力強いものとなった場合、金融市場において利上げの織り込みが一段と進む展開も考えられる。

政策金利の最終到達点（≡中立金利）は1.0%～1.5%程度が目途

最後に、政策金利の最終到達点について考えてみたい。日本銀行は2024年4月の展望レポートにおいて、自然利子率を▲1%～0.5%程度と推計している。自然利子率は、経済や物価に対して引き締めのでもない「実質金利」であるため、ここに物価上昇率を加えたものが、中立金利となる（中立金利＝自然利子率＋物価上昇率）。

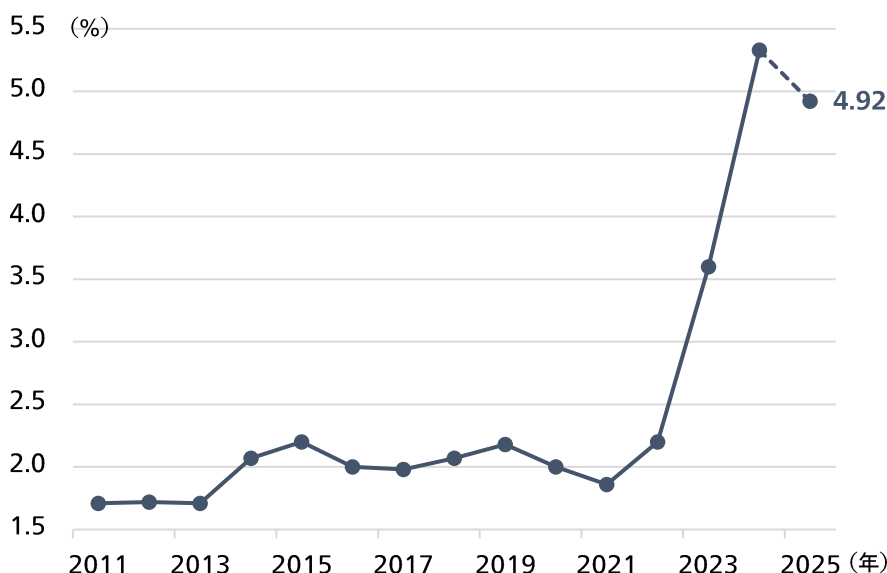
仮に日本銀行の物価目標2%を自然利子率に足した場合、中立金利は1.0%～2.5%程度、今後の利上げ幅は0.5%～1.0%程度となるだろう。

1.0%の政策金利を目指し、半年に1回程度の利上げペースを見込む

もっとも、政策金利が中立金利に近づくほど景気への影響が大きくなることや、中立金利を正確に把握することが難しいことに鑑みると、基調的なインフレ率が予想を超えない限り、日本銀行は慎重に利上げを進める必要があるだろう。

そのため、国内外の経済動向を注視しながら、半年に1回程度のペースで、政策金利をまずは1.0%に引き上げると我々はみている。

【ESPフォーキャスト調査・春季賃上げ率の推移】



注：データは2025年2月13日。2025年はESPフォーキャスト調査の予測値
出所：公益社団法人日本経済研究センター「2025年2月調査」をもとに当社作成

Disclamers

* 本資料は、有価証券の購入又は売却を勧めるものではありません。また、本資料によって何らかの行動を勧誘するものでもありません。

* 本資料は、株式会社 IFA Leading が一般的な情報を提供することを目的としています。これは推奨に該当するものではなく、特定の投資目的、財務状況又は要望を考慮しているものではありません。

* 本資料に基づき行動をする場合は、その前にそれらがお客様の特定の状況に当てはまるか否かを考慮に入れるべきであり、必要とあれば専門家の助言を求めてください。

* 本資料において引用されておりますものは、税務あるいは会計あるいは法律上の助言を提供するものではなく、行おうとする投資やご提案についてご自身の税務あるいは会計あるいは法律顧問に相談されるようにお勧め申し上げます。なお本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

* 本資料のいかなる部分も、当社の事前の書面による同意を得ることなくいかなる方法による複製、写真複製、又は再配布も許されません。

* 本資料に記載されかつ添付されている情報は、秘密、法律上の秘匿特権、又はその他の保護の対象になっている可能性があります。また受取者による使用のみが意図されています。

* 当該資料の第三者への配布又はそれに基づいていかなる行為を行なうことも明確に禁止されていることに、ご注意下さいますようお願いいたします。

- ・ 当社は、所属金融商品取引業者の代理権は有しておりません。
- ・ 当社は、いかなる名目によるかを問わず、金融商品仲介業に関して、お客様から金銭や有価証券を預かりをすることはありません。
- ・ お客様が行おうとする取引について支払う金額又は手数料等は、当社の所属金融商品取引業者により異なります。

広告等補完書面 金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示事項

金融商品仲介業者の商号 株式会社 IFA Leading

登録番号 金融商品仲介業者 関東財務局長（金仲）第 959 号

金融商品取引業（投資助言・代理業） 関東財務局長（金商）第 3422 号※
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
※弊社の投資助言・代理業務は、スマートプラス社に対する投資助言に限ります。

<所属金融商品取引業者等>

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 日本商品先物取引協会一
般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

あかつき証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 67 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人日本投資顧
問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人第二種金融
商品取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 一般社団法人日本STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人金融
先物取引業協会 一般社団法人日本暗号資産等取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

Jトラストグローバル証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号

【加入協会】 日本証券業協会

株式会社スマートプラス 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3031 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人
日本投資顧問業協会

* この紙面は、所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し広告又
は広告類似配布物と一緒にお客様にお渡しする書面です。

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上
場する株式（売買単位未満株式を除く））の場合は、約定代金に対して所属金融商品取引業
者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等およ
び銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただく場合が
あります。（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ご
とに異なるため本書面では表示することができません。）債券を募集、売出し等又は相対
取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。（購入対価に別途、経
過利息をお支払いいただく場合があります。）

また外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む）の悪化等、それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。



Thank You.