

日銀の金融政策の見通し



木村 浩幸
日本拠点投資運用部長/
ポートフォリオ・マネージャー

昨年12月の日銀の政策決定会合では、政策金利の据え置きが決定された。植田日銀総裁は、利上げを見送った理由として、①2025年の春闘など、賃金動向についてももう少し情報が必要、②海外経済、特に米国次期政権の経済政策を巡る不確実性は大きい、としている。この2点の確認には相応の時間を要することから、次回の利上げは2025年3月との見方も増えている。

一方、弊社は、今年1月も含め、比較的早期の追加利上げを予想する。景気と物価が日銀の想定通り「オントラック」で推移する中、大幅にマイナスとなっている実質金利の修正を目的とした金融政策の正常化の進展見通しが背景にある。また、植田総裁就任以来の金融政策の正常化（金融緩和の縮小）の弊害が限定的であること、正常化の遅れによる副作用（円安、インフレ、実質個人消費の低迷）がより顕著であることも、早期の追加利上げを促すと考える。具体的には、以下の通り。

景気と物価は「オントラック」

- 12月の記者会見では、植田総裁は、最近の経済物価に関する指標は概ね見通しに沿って推移しているとした。
- 11月の全国コアCPIは前年比+2.7%となり、政策目標の2%を、2022年4月以来32ヵ月連続で上回っている。
- 構造的な人手不足を背景に賃金上昇率は加速傾向にある。毎月勤労統計調査の11月の基本給にあたる所定内給与は前年比+2.7%となり、1992年以来の高水準となった。また、今春闘に関しては、労組の強気の賃上げ要求と一部大手企業の昨年並みの賃上げ方針が報道されている。
- 設備投資の増加が景気をけん引する見込み。2024年度の設備投資計画は、日銀短観では前年度比+9.6%。日本政策投資銀行の調査では同+21.7%。過去の投資先送りの反動、EVやデジタル化、都心再開発が主な設備投資が増加の要因。また、人材獲得の代替策として、デジタル活用や自動化投資が指摘されている。

インフレが景気を圧迫、正常化の遅れの副作用

- 物価上昇が家計の実質購買力の圧迫を通じて、実質ベースの個人消費の低迷の要因であることは明らかである。
- 例えば、GDP統計における2024年7-9月期の実質個人消費は、2018-2019年の平均に対して-1.4%となり、新型コロナ前を下回る水準にある。対照的に、名目GDPの個人消費は同+8.4%と高い伸びとなっている。

- 日銀は、企業の賃金・価格設定行動が積極化するなか、過去と比べると為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面があるとしている。すなわち、足元の円安の再燃は、日銀が「第一の力」と呼ぶ、円安や資源高などのコストプッシュ型の物価上昇圧力を高める可能性が大きい。
- 他方、日銀は2%の物価目標の持続的・安定化な実現の観点から、金融緩和を維持しているとしている。実際、基調的なインフレ率および期待インフレ率が2%でアンカーされているかは不確かであろう。しかしながら、前述の通り、正常化の遅れによる副作用は顕著であり、円安是正と物価安定のためにも、利上げペースを早める可能性は高いと考える。

金融政策の正常化の弊害は現時点では軽微

- 日本の中立的な名目政策金利は、1.0-2.5%がコンセンサスである。日銀も中立金利の重要な要素である、自然利子率 (中立金利=自然利子率+期待インフレ率) の推計に多くの議論を割いている。一方で、この中立金利は概念的で、かつ推計誤差が大きい。
- 重要なことは、10年超にわたる大規模な金融緩和の結果、超低金利を前提とした経済活動が行われている可能性は高く、特に金利上昇に脆弱な主体において、金利上昇の負の影響が露呈するリスクがある。従って、現在の金融政策の正常化局面では、不確かな中立金利を参照しながらも、金融政策の正常化の段階毎に、負の影響を確認するために相応の時間を要し、慎重なペースでの利上げとならざるを得ないと考える。
- 金利上昇に脆弱なセクターとして、利益に対する支払い利息の大きい中小企業が指摘されている。しかしながら、下のグラフの通り、日銀短観の中小企業（全産業）の売上高経常利益は高水準にあり、現時点では、中小企業全体での利上げの影響は軽微であると考えられる。



出所：ブルームバーグ 2024年12月31日現在

- 日銀の金融政策の多角的レビューでは、大規模金融緩和の副作用として、国債市場の機能度の低下と金融機関の収益への影響が指摘されている。しかし、長期にわたる金融緩和による経済や企業行動の歪み、および潜在的な不均衡が露呈するリスクを考慮した結果、金融政策の正常化局面での利上げペースが遅れ、ビハインド・ザ・カーブのリスクを高めることが、より本質的な副作用であると思われる。

ウエスタン・アセットについての詳細は、当社ウェブサイトwww.westernasset.co.jpをご覧ください。

投資一任契約および金融商品に係る投資顧問料(消費税を含む)：

投資一任の場合は運用財産の額に対して、年率1.1% (税抜き1.0%) を上限とする運用手数料を、運用戦略ごとに定めております。また、別途運用成果に応じてお支払いいただく手数料 (成功報酬) を設定する場合があります。

その料率は、運用成果の評価方法や固定報酬率の設定方法により変動しますので、手数料の金額や計算方法をこの書面に記載することはできません。

投資信託の場合は投資信託ごとに信託報酬が定められておりますので、目論見書または投資信託約款でご確認ください。有価証券の売買又はデリバティブ取引の売買手数料を運用財産の中からお支払い頂きます。投資信託に投資する場合は信託報酬、管理報酬等の手数料が必要となります。これらの手数料には多様な料率が設定されているためこの書面に記載することはできません。デリバティブ取引を利用する場合、運用財産から委託証拠金その他の保証金を預託する場合がありますが、デリバティブ取引の額がそれらの額を上回る可能性があります。その額や計算方法はこの書面に記載することはできません。投資一任契約に基づき運用財産の運用を行った結果、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により、損失が生ずるおそれがあります。損失の額が、運用財産から預託された委託証拠金その他の保証金の額を上回る恐れがあります。個別交渉により、一部のお客様とより低い料率で投資一任契約を締結する場合があります。

© Western Asset Management Company Ltd 2025. 本資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社 (以下「ウエスタン・アセット」という) に帰属するものであり、意図した受取人のみを対象として作成されたものです。本資料に記載の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱いください。ウエスタン・アセットの書面による事前の承諾なしに、全部又は一部を無断で複製、複製することや転載することを強くお断りいたします。

過去の運用実績は将来の運用実績を示すものではありません。また、本資料は、将来の実績を予測または予想するものではありません。

本資料は、適格機関投資家、特定投資家、企業年金基金、公的年金等、豊富な投資経験と高度な専門知識とを備えたプロフェッショナルのお客様のみにご提供するものです。

本資料は情報の提供のみを目的としています。資料作成時点のウエスタン・アセットの見解を掲載したものであり、将来予告なしに変更する場合があります。また、リアルタイムの市場動向や運用に関する見解ではありません。

本資料で第三者のデータが使用されている場合、ウエスタン・アセットはそのデータが公表時点で正確であると信じていますが、それを保証するものではありません。ウエスタン・アセットの戦略・商品の受賞またはランキングが含まれている場合、これらは独立した第三者または業界出版物により公平な定量・定性情報に基づき決定されたものです。ウエスタン・アセットは、これらの第三者の標準的な業界サービスを利用したり、出版物を購読したりする場合がありますが、それらは、すべてのアセット・マネージャーが利用可能なものであり、ランキングや受賞に影響を与えるものではありません。

本資料に記載の戦略・商品には、元本の一部または全部の損失を含む大きなリスクが伴う場合があります。また、当該戦略や商品に投資することは大きな変動を伴う可能性があり、投資家にはそのようなリスクを受け入れる経済力および意思を持つことが求められます。

特段の注記がない限り、本資料に記載の戦略のパフォーマンスはコンポジットのデータです。コンポジットではないその他のデータについては、当該戦略の運用方針に最も近いと考えられる口座を、コンポジットの代表口座として掲載しています。つまり、代表口座は運用結果により選択されるものではありません。代表口座のポートフォリオ特性は、コンポジットやその他のコンポジット構成口座と異なる場合があります。これらの口座についての情報はご依頼に応じてご提供いたします。

本資料に記載している内容は、ウエスタン・アセットの投資家に対する投資助言ではありません。個別銘柄・発行体に関する一般的または具体的に言及する内容は、例としてご提示したものであり、購入または売却を推奨するものでもありません。また、ウエスタン・アセットの役員及びお客様は、本資料に記載の有価証券を保有している可能性があります。

本資料は、会計、法務、税務、投資またはその他の助言の提供を意図したのではなく、またそれらに依存すべきではありません。お客様は、ウエスタン・アセットが提供する戦略・商品への投資を行うにあたり、経済的リスクやメリットなどについて助言が必要である場合は、ご自身の弁護士、会計士、投資家、税理士、その他のアドバイザーに相談して下さい。お客様は、居住国で適用される法令を遵守する責任を負います。

ウエスタン・アセットは世界有数の運用専門会社です。1971年の設立以来、債券運用に特化したアクティブ運用機関として最大規模の運用資産と運用チームを有しています。拠点は米国カリフォルニア州パサデナ、ニューヨーク、英国ロンドン、シンガポール、東京、豪メルボルン、ブラジル・サンパウロ、香港、スイス・チューリッヒにあり、フランクリン・リソーシズIncの完全子会社ですが、経営全般に独立性を保っており、次の6法人で構成されています。米国：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーLLC (米証券取引委員会 (SEC)登録の投資顧問会社)。ブラジル・サンパウロ：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーDTVM Limitada (ブラジル証券取引委員会とブラジル中央銀行が認可・規制)。メルボルン：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーPty Ltd (事業者番号ABN 41 117 767 923、AFSライセンス303160)。シンガポール：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーPte. Ltd. (CMSライセンスCo. Reg. No. 200007692R、シンガポール通貨監督庁が監督)。日本：ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社 (金融商品取引業者、金融庁が規制)。英国：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーLimited (英金融行動監視機構 (FCA) が認可 (FRN145930)、規制)。本資料は英国ではFCAが定義する「プロフェッショナルな顧客」のみを対象とした宣伝目的に使用されます。許可された欧州経済領域 (EEA) 加盟国へ配信する場合があります。最新の承認済みEEA加盟国のリストは、ウエスタン・アセット (電話：+44 (0)20 7422 3000) までお問い合わせください。詳細は当社ウェブサイトwww.westernasset.co.jpをご参照ください。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類： 金融商品取引業者 (投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)

登録番号： 関東財務局長 (金商) 第427号

加入協会： 一般社団法人日本投資顧問業協会 (会員番号 011-01319)、一般社団法人投資信託協会