

みずほマーケット・トピック(2024 年 12 月 9 日)

2025 年見通しのポイント～金利編その②～

25 年の日銀の挙動をどう検討すべきか。FRB の政策運営に関し「利下げの終わり」が争点化すると考える以上、日銀が粛々と利上げすることについて、少なくとも海外環境からの阻害要因は小さい。問題は国内環境である。今年同様、賃上げ動向が利上げ判断の要諦になることは言うまでもない。この点、各種報道やマクロ統計を踏まえる限り、3 月の春闘集中回答日を待つまでもなく 25 年も 24 年並み(かそれ以上)の強い結果が期待される。まずは 12 月ないし 1 月に利上げを行い、3 月ないし 4 月に追加利上げというのが現時点のメインシナリオ。この時点で政策金利は 0.75%まで引き上げられる。日銀の自然利子率推計を踏まえれば、その後にできたとしてもあと 1 回の利上げ(1.00%まで)が限界と予想。25 年 1～3 月期までは円高を拾うチャンスがあると見ているのは、こうして円金利の面からドル/円相場が下押しする展開を想定しているため。4～6 月以降は FRB の「利下げの終わり」が注目されやすくなる中で、円高方向のチャンスは徐々に減りそう。では、日銀の利上げが 1%を超えて一段と進む可能性はあるのか。通貨防衛色が強い展開へ移行した場合、そのリスクシナリオは十分考えられる。年後半に警戒。

～「時間的余裕」の再登場は無し～

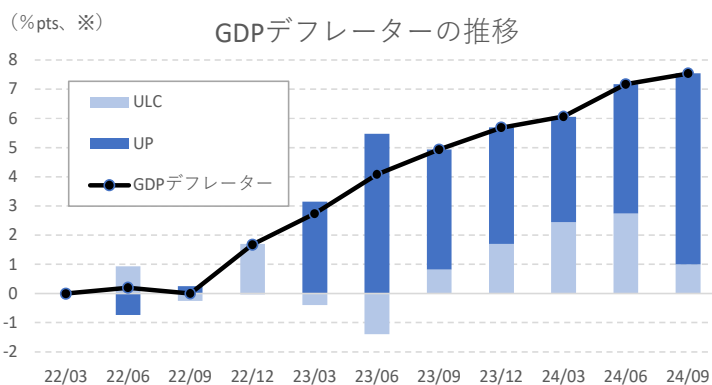
先週の本欄では 2025 年見通しのポイントに関し、需給の観点から 2 回にわけて議論し、その後に金利の観点からまずは前編として FRB の政策軌道を検討した。今回は金利の観点から、後編として日銀の政策軌道を検討する。目下、今月 18～19 日の金融政策決定会合における利上げの有無に関心が集中しているが、今後 1 年間を見通す意味では利上げの持続可能性を検討する必要がある。植田日銀総裁は前回(10 月 31 日)会合後の記者会見で「利上げ見送り」と同義のメッセージとして使われていた「時間的余裕はある」といった表現を使わない方針に言及した。元々、このフレーズが使われていた背景には「米国経済の下振れリスクが大きい状況では利上げは難しく、現在は不透明感が大きいので、まだ待てる」との思惑があった。ということは、米国経済の堅調が確信されるほど、利上げの障害が小さいということになる。先週の本欄では 2025 年の FRB の政策軌道に関し、「利下げの終わり」が争点化すると予想を示した。その想定と平仄を合わせるのであれば、日銀が粛々と利上げすることについて、少なくとも海外環境からの阻害要因は小さいという話になる。第二次トランプ政権にまつわる不透明感は大いだが、どちらかと言えば米金利が上振れる方向の不透明感であり、利上げを検討する際の障害にはなりにくいように思える。その意味で海外要因に照らせば利上げを待つ「時間的余裕」はもう使われそうにない。

～堅調な賃上げ、0.75%までの利上げをメインシナリオに～

もっとも、海外環境よりも国内環境の方が重要な材料ではある。7 月を目途に参院選が控えている以上、国民の納得感がある中での利上げを政治も望むだろう。この点、今年同様、賃上げ動向が要諦になることは言うまでもない。賃金・物価の好循環を確認することが利上げの何よりのサポート

材料になることは今年 3 月のマイナス金利解除で確認した通りだ。よって今回も 3 月春闘の集中回答日が政策判断の鍵として取りざたされるのだろう。しかし、11 月 30 日の日経新聞による単独インタビュー記事において植田総裁は、「賃金でいえば、25 年の春闘がどういうモメンタムになるか。それはみたい。そこは確認にもう少し時間がかかるが、それを待たないと金融政策が判断できないわけではない」と述べ、春闘の結果が見えずとも政策変更に踏み切る可能性を否定していない。世の雰囲気を見る限り、集中回答日を待つまでもなく 2025 年も 2024 年並みの強い結果が期待されるため、必ずしも待つ必要は無いという判断は腑に落ちる。

日本の企業部門が大きな賃上げを可能にするだけの原資を抱えているとの想定に大きな無理はない。11 月下旬には上場企業の 2024 年 4～9 月期の純利益が 4 年連続で過去最高となったことが報じられた。順当な賃上げを期待しやすいムードはある。これはマクロ統計からも確認できる。例えば、輸入コストの影響を除いたホームメイドインフレの指標である GDP デフレーターは、過去 3



(資料) macrobond, ※22年4～6月期以降の前期比変化率累積

年で明らかに騰勢を強めている(図)。ここで実現された値上げ部分は企業部門か家計部門か、いずれかに帰属することになる。経済分析の観点からは企業部門であれば営業余剰(UP: Unit Profit)に、家計部門であれば単位労働コスト(ULC: Unit Labor Cost)として解釈することになる。2022 年 4～6 月以降の GDP デフレーターの前期比変化率の累積は約 21%ポイントだが、同じ期間の UP の累積は約 15%ポイントだった(図)。すなわち、今次円安局面の値上げで得られた収益の 7 割程度が企業部門に分配され、3 割程度が家計部門に分配されている。2023 年後半以降、ULC への分配が漸増する兆しはあるが、値上げ部分の大きさを踏まえると十分という印象も無い。2024 年の春闘に象徴される賃上げ機運は「2022 年以降の値上げを還元した結果」と整理できなくもない。2025 年も、同じような文脈で企業(UP)から家計(ULC)への還元が持続するのではないのか。

こうした認識の下、3 月や 4 月に「歴史的な賃上げ幅」が騒がれる中、追加利上げという決断があっても全く不思議ではない。まずは、12 月ないし 1 月に利上げを行い、3 月ないし 4 月に追加利上げというのが現時点のメインシナリオになる。この時点で政策金利は 0.75%まで引き上げられる。本欄や「中期為替相場見通し」で 2025 年 1～3 月期までは円高を拾うチャンスがあると見ているのは、円金利の面からドル/円相場が下押しされる展開を想定しているからである。4～6 月以降はFRBの「利下げの終わり」が注目されやすくなる中で、押し目は徐々に少なくなると予想する。

～中立金利 1%説にチャレンジするか～

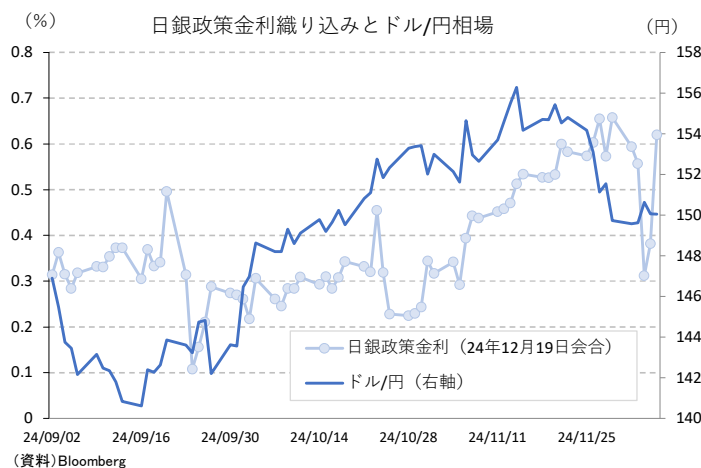
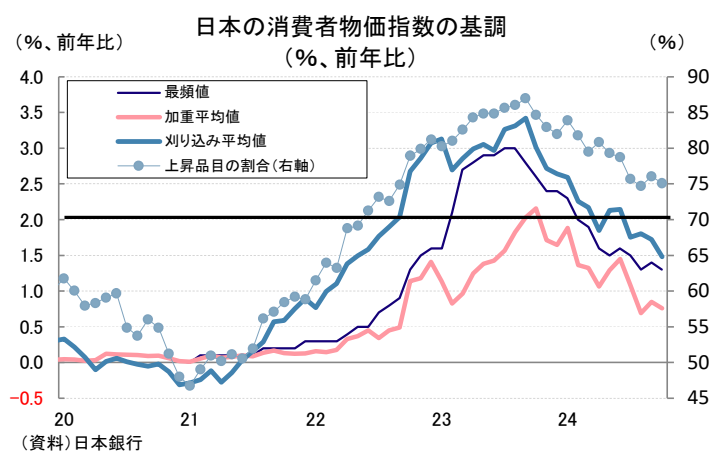
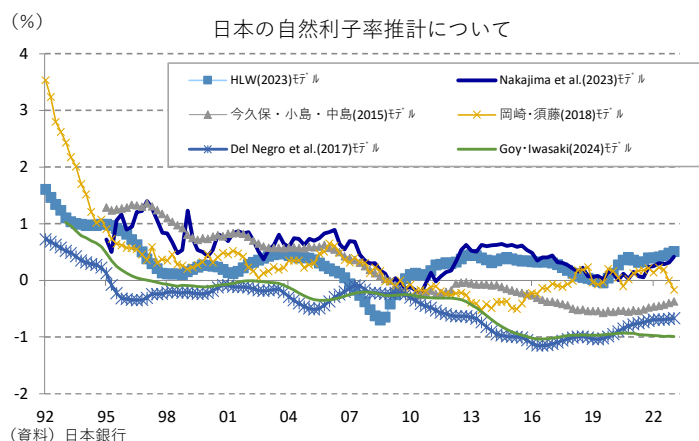
0.75%から先の利上げは中立金利との比較考量が必要になる。今年 8 月に公表されたワーキングペーパー「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」では、概して「▲1.0%～+0.5%」が足許の自然利子率イメージとして示された(次頁図・上)。インフレ率 2%を前提とすれば、中立金利(≡自然利子率+インフレ率)は「+1.0%～+2.5%」ということになる。現在入手可能な情報に基づき、最も保

守的(ハト派的)な中立金利の想定が 1% という言い方もできる。この中立金利 1% 説は市場では相応にコンセンサスに近いもののように思われている節もある。しかし、ここで「本当にインフレ率 2%を前提とすべきか」という点を熟慮する必要はある。というのも、仮にインフレ率 1.5% ならば中立金利は「+0.5%～+2.0%」、1.0% ならば「+0%～+1.5%」になる。現状の CPI は確かに安定的に 2%で推移しているが、これを「円安による一時的な伸び幅」と整理すれば、0%や 0.5%が中立金利であるという考え方もある。このような想定に立つと、既に「現状が中立金利」という話になる。これは弱気過ぎる想定としても、日本のインフレ率が 2%弱でアンカーされているとすれば、中立金利が 0.75%という考え方はあり得る。ちなみに日銀が定期的に公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」は既に複数の計数で 2%を割り込んでいるため(右図・下)、2%弱というインフレ率は現実的な想定とも言える。

まとめると、インフレ率 2%を前提とすれば 1%までの利上げは辛うじて正当化されるが、それ以下のインフレ率を前提とするのであれば 0.75%までの利上げにとどめるという想定にも理はある。筆者はメインシナリオでは 0.75%まで、順当に事態が進んだとしても 1.00%までではないと予想する。米国の「利下げの終わり」が見えているのであれば、さほどおかしな展開とは言えない。

～政策金利急騰のリスクシナリオ～

では、日銀の利上げが 1.00%にとどまらず 1.25%や 1.50%、果ては 2%へ急騰していく可能性はあるのか。もちろん、日本経済の自然利子率が思ったよりも高く、例えば+0.5%程度までを想定すれば、2.5%程度までの中立金利も正当化される。しかし、そこまでの利上げが行われる場合、「思ったよりも日本経済が強く、自然利子率が高い」という前向きな状況ではなく、より追い込まれた状況ではないか。2025 年の政策金利が 1.00%以上でも持続してい



た場合、それは今よりもさらに通貨防衛色の濃い政策運営に移行した場合である。これは検討に値するリスクシナリオでもある。3月のマイナス金利解除は賃上げ機運に背中を押されたものだが、7月の追加利上げは円安によるインフレリスクの高まりを理由としていた。その経験もあって、夏以降の金融市場では「円安になれば利上げ織り込みが進み、それが落ち着けば現状維持への思惑が強まる」といった側面が相応にあった(前頁図)。日銀の政策反応関数において為替の占める比重は明らかに大きくなっており、上記の植田総裁インタビューでも「インフレ率が2%を超え始めているときに一段の円安になれば、それは中央銀行にとってはリスクが大きい動きとして、場合によっては対応しないといけなくなる」と述べている。元々、一国経済において為替は対外価値、物価は対内価値であり、表裏一体である。それを政府(財務省)と日銀で別個に掌握しようとする日本が世界的に特殊なのであり、円安に駆動された利上げは本質的におかしいことではない。

問題は金融政策の通貨政策化が市場予想の中心になると、会合前後で「円売りで利上げを煽り、利上げと共に円買いで益出しする」という投機的な行為が横行しやすくなるという事実だ。そのようなことは通貨安に悩みやすい新興国では起きるが、先進国では稀有な事例である。そうならないために日銀は極力、「為替と金融政策は直接的には関係がない」との情報発信に心を砕き、あくまで賃金・物価の好循環を押し出しながら利上げの継続を図ることが求められる。筆者は、そのロジックで進められる利上げはせいぜい0.75~1.00%と考えている。裏を返せば、1.00%を超えて恒常的な利上げが実現している時は恐らく、そうではないロジック、恐らくは通貨防衛色が前面に押し出されている状況ではないかと考えている、ということである。1.00%を超えても尚、利上げ期待が薄れていないような状況ではドル/円相場も恐らくは(市場では円売り為替介入のポイントと目されている)160円を超えるような状況が定着しているのではないかと。FRBの「利下げの終わり」が争点化する2025年後半、そのような展開もリスクシナリオとして想定する価値はある。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感ずること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される期代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘」のバブル超えの読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～