

日銀は中立金利の下限とみられる1%を目指して
利上げを継続へ

Topics

- ▶ 日銀のマイナス金利解除から1年。日銀は、基調的な物価上昇率はなお2%を下回っているとしているものの、物価安定目標の達成に向けたモメンタムを示す指標は上向き。
- ▶ 今般の利上げの最終到達点になる可能性がある中立金利は、今のところ下限として+1%が意識されるが、今後利上げが進むにつれて、中立金利の上振れに対する思惑が市場で高まっていくとみられる。
- ▶ 弊社の経済・物価見通しに基づけば、2025年は引き続き半年程度の間隔で、年末頃には中立金利の下限とみられる1%へ向けて、政策金利を引き上げていくものと予想。もっとも、国内外の政治・政策で高まる不確実性には留意。

エコノミスト 飯塚 祐子

マイナス金利解除から1年

政策金利が据え置かれた2025年3月18-19日の日銀金融政策決定会合は、2024年3月のマイナス金利解除（無担保コールレート（オーバーナイト物）を0～0.1%程度へ）からちょうど1年でした。その間、2024年7月に政策金利は0.25%へ引き上げられるとともに、長期国債買い入れの減額が決定されました。さらに政策金利は2025年1月には0.5%へ引き上げられました。日銀は、半年程度の間隔で緩やかに利上げを進めてきました。

ドル/円レートは、2024年7月におよそ37年半ぶりとなる1ドル160円台後半まで円安が進行する場面がありましたが、日銀の利上げ継続を受けて円高方向に転じています。長期金利（10年国債利回り）は、2025年3月に約16年半ぶりとなる1.5%台後半にまで上昇しています（図表1）。

「物価安定の目標」達成に向けたモメンタムが加速

生鮮食品を除く消費者物価（コアCPI）は2022年から3年連続で前年比+2%を超えていますが、植田日銀総裁は基調的な物価上昇率はなお2%を下回っていると評価しています。日銀が基調的な物価上昇率をみる上で重視しているサービス価格（持家の帰属家賃を除く）は、2025年2月に前年比+1.9%と2%近傍にあります。

その上で、①需給ギャップ、②予想物価上昇率、③賃金上昇率などを総合的にみていくとしています。

予想物価上昇率を短観の企業の物価見通し（全規模・全産業）で確認すると、1年後、3年後、5年後のいずれも2%を上回っています。価格設定に対する企業の積極化姿勢がうかがえます。

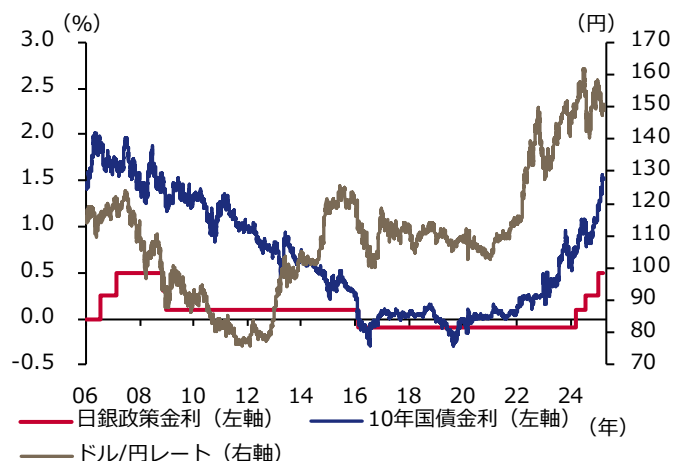
賃上げ率は、連合の集計によれば、2024年には+5.1%と1991年以来の5%台に乗り、2025年も第一回集計結果は+5.46%と高水準となっています（図表2）。植田総裁は記者会見で、物価・賃金は想定範囲内ながら、「春闘の結果は想定内でもやや強め」との認識を示しました。

そうした中で、日銀試算の需給ギャップは、2024年7-9月期時点で▲0.5%と依然としてマイナスとなっています（次ページ、図表3）。需給ギャップは、労働と資本の平均的な稼働水準からの乖離を示しています。日銀は、最近の情報発信で、需給ギャップは人手不足で設備を十分に稼働させられていないことを考慮すれば、実態的にはプラスになっているとの認識を示しました。企業が雇用人員の不足感を強く感じている状況を踏まえると、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かっている可能性があるとして指摘しています。

次ページへ続く

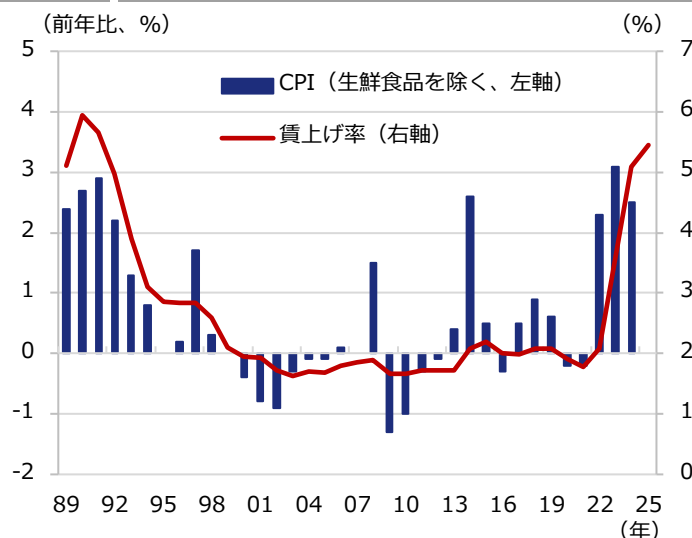
図表1

政策金利、長期金利、為替レートの推移



図表2

物価上昇率と賃上げ率の推移



※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

中立金利上昇の可能性が意識される

市場では、今般の利上げの最終到達点になる可能性がある中立金利が注目されています。

内田副総裁は講演の中で、①見通し期間の後半（2025年度後半～2026年度中の1年半の間のどこか）で、2%の物価安定目標を実現できる見通しを持っていること、②その時点の政策金利は中立的な金利水準に近付いていると考えられること、③その水準は理論的には「2%（物価安定の目標）+自然利子率」とされていると述べています。日銀は、自然利子率は推計方法によってばらつきがあるほか、それぞれの結果に推計誤差があり、実際の政策運営には使えないとしています。しかし、日銀審議委員らは講演で、最小で▲1%程度、最大で+0.5%の自然利子率の推計値に言及しています（図表4）。市場では、見通し期間の後半における中立金利の下限として、+1%（2%（物価安定目標）+▲1%（自然利子率の推計最小値））が意識されています。

さらに、政策金利を考える上で、ベンチマークの一つとして参考にされるテイラー・ルールは、中立金利と需給ギャップ、インフレギャップ（物価上昇率の現実と目標の乖離）から計算されます。需給ギャップの上振れとそれに伴うインフレ率の上振れは、適正な政策金利を押し上げる方向に働きます。試算値以上に需給ギャップが上振れている可能性を日銀が指摘したことで、中立金利の下限水準を上回る利上げが意識され、長期金利の上昇につながった面があります。

日銀は中立金利の具体的な水準を示唆することについて慎重です。ただし、あと2回（0.25%／回）の利上げで政策金利が1%に到達するとみられる中、物価上昇圧力が残り続ける場合、市場では利上げの最終到達点が1%を上回るとの見方が強まるとみられます。

不透明要因は多いが日銀は半年ごとに利上げか

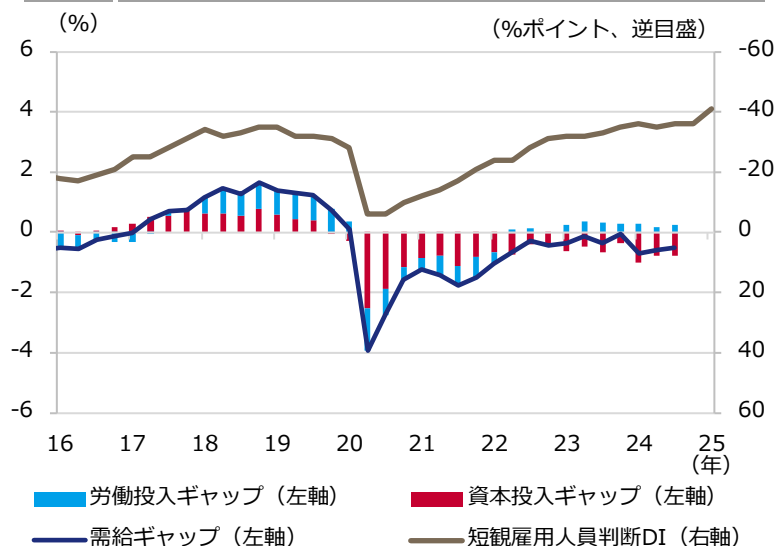
日銀は、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえ、経済・物価見通しの実現に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくとしています。

弊社は2025年も賃金上昇率は高水準となり、2025年度は実質GDP成長率が1%台半ば、コアCPIは2%台半ばと予想しています。この見通しに基づけば、日銀は半年程度の間隔で年央と年末ごろの計2回の利上げを行い、政策金利は中立金利の下限とみられる1%に達するとみています。

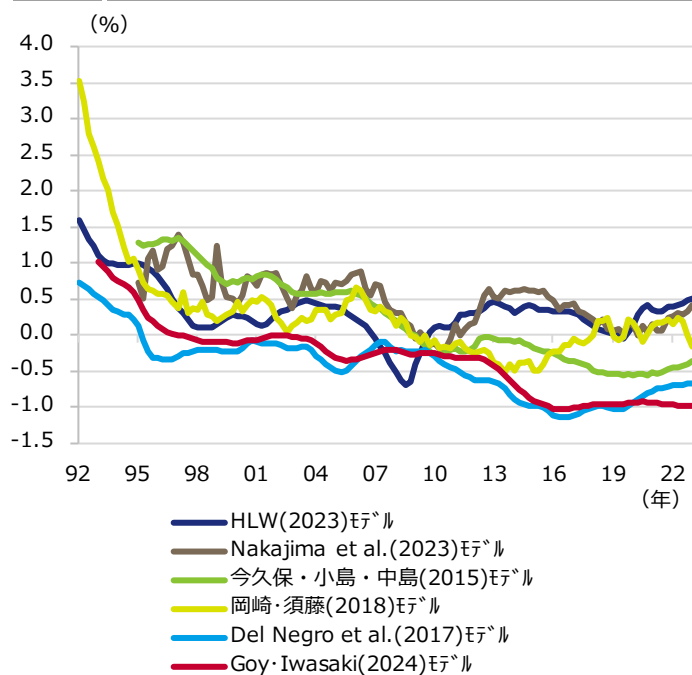
もっとも、国内外の政治・政策に不確実性が高まっています。2025年3月の金融政策決定会合の声明文では、リスク要因としてトランプ政権の関税政策を念頭に「各国の通商政策等の動きやその影響」の不確実性が盛り込まれました。また、国内では、石破首相の商品券配布問題から、7月に参院選挙を控え、政局が不透明となっています。さらに、コメ価格をはじめとした生活必需品の価格高騰は食料品を中心に価格転嫁が進む可能性がある一方で、消費者マインドを冷やす可能性があります。

そうした中で、日銀は、不透明感の強い国内外の要因を慎重に判断しつつ、利上げを進めていくものとみられます。植田総裁が3月会合後の記者会見で、通商政策について不確実性の高さに触れる一方で、その影響の判断には時間を要さない可能性を示唆するなど、利上げタイミングの自由度を確保しているように感じられます。市場の一部では米関税引き上げ実施後になるとみられる4月30日-5月1日の会合での利上げも意識されています。

図表3 日銀試算の需給ギャップの推移



図表4 自然利子率の試算値推移



※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.288%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。