

金融市場

Point of View～エコノミストの見方～

日本の金融システムは 1.25% の利上げまで耐えられる？

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 日銀は政策金利 0.5% を維持し展望レポートを下方修正～従来シナリオは“オフトラック”へ～

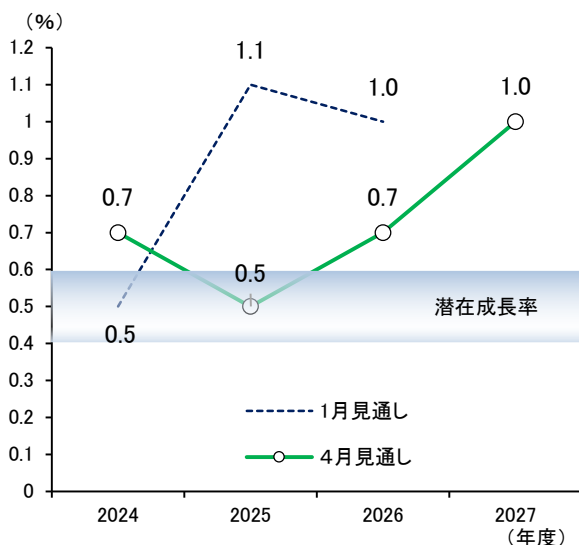
■ 日銀は、5/1 日に金融政策決定会合の結果を公表し、事前の予想通り、政策金利を 0.5% に据え置いた。4/2 日の米トランプ大統領によるローズガーデン演説の後、世界経済の不確実性が一段と高まり、金融市場も落ち着かない展開が続く状況下でもあったため、市場では追加利上げの見送りはほぼ確実視されており、政策金利への注目度は相対的に低かった。むしろ、関税政策の帰結が全くみえない中で、植田総裁記者会見における先行きの政策スタンスや、展望レポートでの経済・物価の見通しに注目が集まっていた。

■ こうした中、展望レポートの結果をみると、1月時点から実質 GDP、物価とも大幅に見通しを引き下げており、追加利上げが遠のいたとして“ハト派”色の強い内容と受け止められた。すなわち、図表1にある 25 年度の実質 GDP は、足もとトランプ関税の全体像が見通せていない状況にもかかわらず、「これまでに議論されてきたものの中の一番極端なところにはいかない、それから全くゼロとか、10% だけで済むというよりはもう少し高いレベル」(植田総裁<総裁記者会見、以下同>)の前提で、潜在成長率並みまで成長率見通しを引き下げており、関税公表後のファーストリアクションとしては——日本政府がドル安志向のトランプ政権と交渉の最中において——かなり保守的な見通しという印象だ。

■ また、物価の見通しは、26 年度に 2% を下回る水準まで下方修正しており、その背景として「25 年度と 26 年度の物価見通しは、原油価格の下落や、今後の成長ペース下振れの影響など」(植田総裁)があり、コメなどを中心に足もと食料品価格が上振れている生鮮食品およびエネルギーを除く総合(コアコア CPI)の 25 年度こそやや上方改定しているが、生鮮食品を除く総合(コア CPI)は全体としてデシインフレ圧力が強まるストーリーに書き換わっている。つまり、従来の賃金と物価の好循環というシナリオはトランプ関税によって“オントラック(計画通り)”ではなくなり、日銀は新たなシナリオを書き上げた格好である。

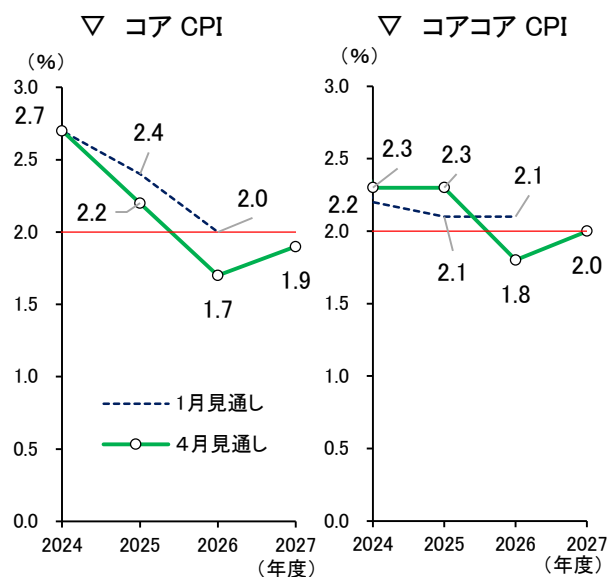
こうした中、5/13 日に発表された金融政策決定会合における主な意見(以下、主な意見)をみると、当該見通しは「①米国の関税政策の着地と②それへの企業の対応は二重の意味で流動的であり、現時点での見通しは仮置きに止まる。今後の推移次第で、見通しには大きな修正があり得る」としており、先日公表された米中交渉の進展による 90 日間の関税率の一時的な引き下げも見通しの大きな修正要素となり得る。

(図表1) 実質 GDP の見通し



(資料) 日本銀行「展望レポート」

(図表2) 物価の見通し



(資料) 日本銀行「展望レポート」

2. 新たなシナリオの下での船出～利上げは一時停止も、利上げの旗は降ろさず～

- 日銀は、トランプ関税という外圧を受けて、新たなシナリオを書かざるを得なかったわけだが、そのシナリオも(当然と言えば当然だが)GDP、物価ともリスクバランスは下振れリスクの方が優勢である。GDP、物価とも、25年度はボードメンバーの半数超である6名、26年度も5名が下振れリスクが大きいとしている。加えて、今回の展望レポートでは、見通し期間が26年度から27年度に1年延びた中、基調的な物価上昇率が物価安定の目標と整合的な水準になる期間が「見通し期間の後半」に据え置かれたため、追加利上げ時期が遠のき、半年に1度程度のペースで利上げするという市場のコンセンサスが再調整されるのは自然な反応だろう。
- しかしながら、日本政府による対米交渉への影響など政治的な配慮等があったか、利上げの旗は降ろさず、引き続き時機を捉えて利上げを行うという方針を堅持した。足もとの消費者物価が2%を大きく超過する中で、実質金利は引き続き大幅なマイナス水準にあるため、緩和的な金融環境の下での“緩和度合いの調整の範囲内での利上げ”というロジックは健在である。ただし、そのロジックも、実体経済が減速ないし景気後退懸念の中で利上げを行うことは通常考えにくく、実体経済が底堅さを維持することが前提条件となろう。その意味で、25年度の成長率見通しを物価に中立的な潜在成長率並みまで引き下げたことや、26年度の物価見通しを一時的に2%以下にしたことは、当面、利上げの様子見しつつも、状況が好転すれば利上げするというメッセージを出す上では柔軟性を持った立ち位置だったと読み取れる。実際、主な意見では、以下のような見解が列挙されており、トランプ関税の帰趨次第などでは、必ずしも年内の追加利上げの可能性がなくなったわけではないことは意識しておく必要がある(実際に、市場の織り込みも変化している)。

(図表3)金融政策決定会合(4/30～5/1日)における主な意見(シャドーは筆者によるもの)

経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整…(中略)…見通しが実現していくかは、不確実性がきわめて高いことを踏まえ、予断を持たずに判断していく…。
見通しは2%の「物価安定の目標」を実現する姿となっており、実質金利は大幅なマイナスであるので、利上げしていく方針は不変…(中略)…不確実性がきわめて高い中で、見通し自体が上下に変化するため、見通し実現の確度、リスクを見極めていく必要
米国経済減速から利上げの一時休止局面となるが、米国の政策転換次第で追加的な利上げを行うなど、過度な悲観に陥ることなく、自由度を高めた柔軟かつ機動的な金融政策運営が求められる
以前の賃金・物価が上がりにくい状況に戻っていくリスクは小さい。このため、2%の「物価安定の目標」に向けて上昇してきた基調的な物価上昇率が下方に屈折してしまう可能性は小さい。
わが国では金利の下限制約から脱却して1年以上経つが、足もとにおける経済と物価はしっかりとしており、こうした中、現在の金融政策スタンスは、とても緩和的な状況にある。
どのような見通しを立てたにせよ、米国の関税政策の展開によって、良い方にも悪い方にもすぐに覆る可能性がある。それは、日本銀行の政策経路が今後いつでも変わり得ることを意味する。

- それでも、新シナリオ通りに経済・物価情勢が進展するかは見通しにくく、年内の追加利上げのハードルが高い状況に変わりはない。すなわち、植田総裁は、基調的な物価上昇率をみる上で、かねてより特定の指標ではなく、複数の指標の総合判断というスタンスを表明している。例えば、1月の記者会見では、基調的な物価について「賃金上昇率であったり、様々な期待インフレ率であったり、(中略)賃金が物価にどれくらい転嫁されるか、さらにその背景にある経済の動き、こういうものを総合してみていく」(植田総裁)とコメントしており、やはり賃金、そしてその背景にある企業収益動向が利上げを判断するうえで重要な要素である。この点、今回の展望レポートの2. (1)経済の中心的な見通しにおいて、「各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、我が国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化」(下線は筆者によるもの)としており、今のところ足もとの政策金利を維持しても、海外経済の減速により企業収益が悪化することを中心的な見通しに置いている。ここ数日間に公表され

た自動車メーカーの決算発表をみても、関税要因に加えて、為替や原材料、人件費といった点が収益の下押し要因として列挙されており、企業収益面では黄色信号が灯っていると言える。実体経済は、トランプ関税の帰趨次第の面が大きく、先日の中米貿易交渉における関税の一時的な引き下げのようなサプライズもあるため、(為替動向も含め)日銀の金融政策を巡る情勢は極めて流動的な状況が続くだろう。

3. 金融システムからみた次の利上げとリスク要因

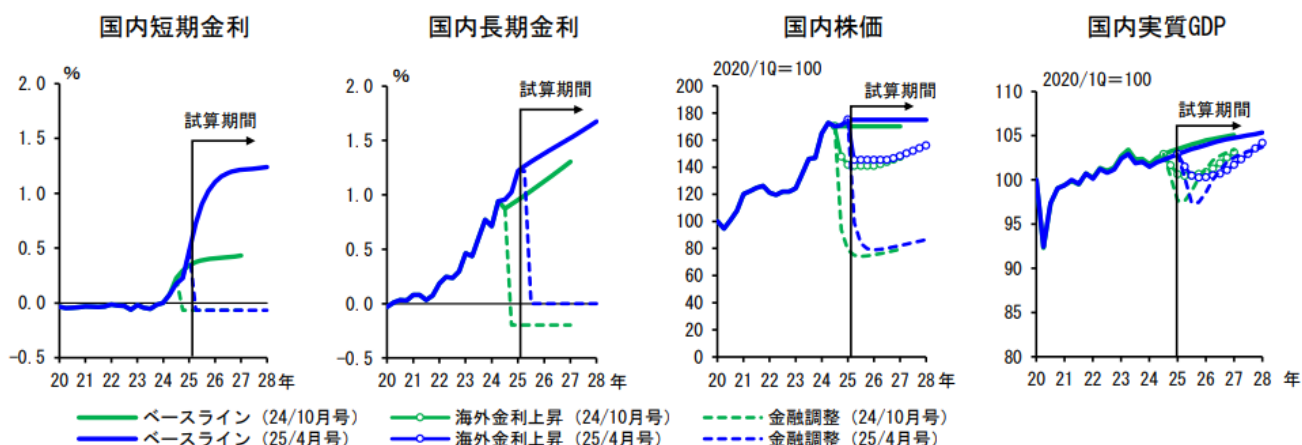
■ そうした不確実性の中、以下では、日銀のデュアルマンドेट¹の一つである金融システム面からみて、日銀の利上げ許容度がどうなっているか、4/23日に日銀から公表された金融システムレポート(2025年4月号<FSR>)から考察してみたい。

そもそも、好調な大手行の決算に隠れているが、今年2月の拙コラム²でも指摘した通り、政策金利の引き上げは必ずしもすべての金融機関にメリットがあるわけではない。中小金融機関を中心に、預金調達コストの増加が収益の下押しに繋がるケースや、米国のシリコンバレーバンクの破綻のように、金利の上昇が金融システムの混乱を招く恐れもあった。こうした中、筆者は、昨年の3月以降、0.5%まで利上げした後の本邦金融システムの状況に注目していたが、全体としては頑健性を維持しているとの評価であった。

■ そして、今回のレポートで注目したのは、マクロ・ストレステストの結果である。当該レポートでは、図表4の通り、①ベースラインシナリオを軸に、2つのリスクシナリオ(②海外金利上昇、③金融調整)を想定し、国際統一基準行、国内基準行(銀行)、国内基準行(信用金庫)別に27年度末の自己資本比率の見通しを示している。

(図表4) マクロ・ストレステストのシナリオ概要

- ① **ベースライン・シナリオ**: 実体経済は1月時点の民間機関・国際機関見通し、内外金利については1月末のイーールドカーブに織り込まれている市場の見方を前提とした、「海外経済の緩やかな成長が続くもとで、わが国経済も成長を続ける」シナリオ。
- ② **海外金利上昇シナリオ**: 地政学的リスクの顕在化などに伴うグローバルな物価上昇を背景とした、海外金利の上昇と海外経済の減速が生じるシナリオ。
- ③ **金融調整シナリオ**: 国内外の金融市場においてリーマンショック並みの調整が発生し、内外の実体経済も大きく悪化するシナリオ。



(資料) 日本銀行「金融システムレポート(2025年4月号)概要」より抜粋

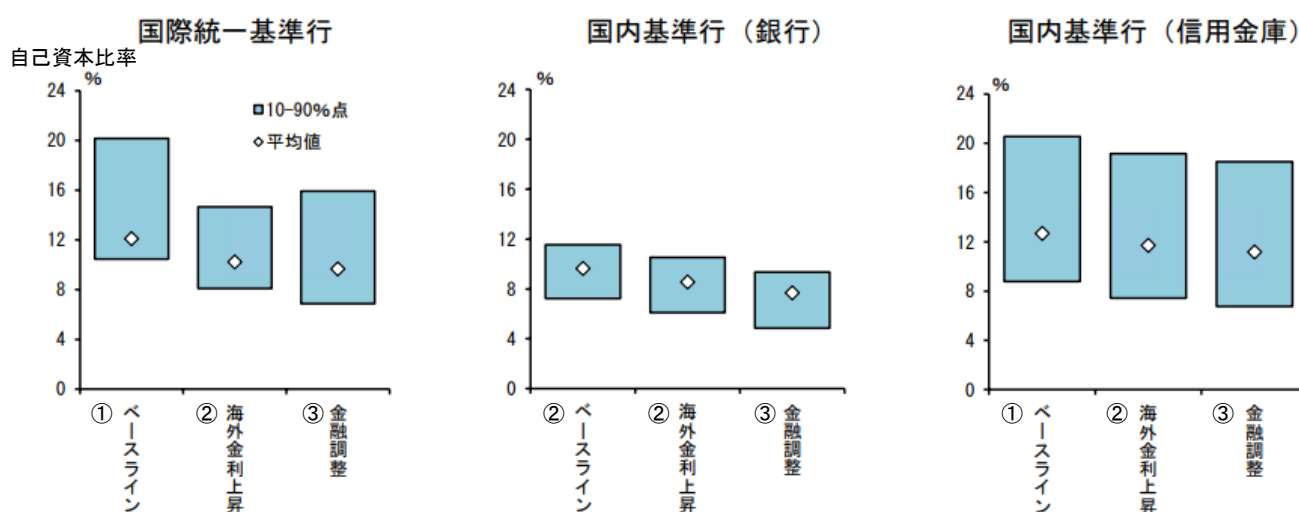
¹ ①物価の安定と②金融システムの安定を指す。金融システムの安定については「決済システムの円滑かつ安定的な運行の確保を通じて、金融システムの安定(信用秩序の維持)に貢献することも、日本銀行の重要な目的です(日本銀行法第1条第2項)。日本銀行は、金融機関に対する決済サービスの提供や「最後の貸し手」機能の適切な発揮等を通じて、この目的の達成に努めています。」(日銀HP『教えて!にちぎん』より抜粋)の通り。

² 「日銀のデュアルマンドेटから考える今後の利上げ〜12月議事要旨にみた異変〜」(2025/2/5日付)

■ 図表5をみると、①では、26～27 年ごろに国内短期金利が 1.25%程度まで上昇したとしても、大半の金融機関は信用力の目途とされる8%の自己資本比率を維持できる試算結果になっており、「全体として、各業態とも規制水準を十分に上回る」(FSR 本文抜粋)と評価している。つまり、トランプ関税がなければ、あと3回の利上げを行っても本邦金融機関は耐えられると評価したと換言可能である(もちろん、金融システムの安定性は、10-90%点にある金融機関のみで語れるものではない点は留意が必要だが、レポートではベースライン対比円金利のみ+1%ptパラレルシフトした場合でも自己資本比率は規制水準を十分上回るとも言及しており、本邦金融システムの安定性を強調している)。

他方で、②のように Fed が再利上げして海外金利が高止まりするシナリオや、③のように国内外の金融市場においてリーマンショック級の調整が発生し、実体経済が悪化するシナリオでは、頑健性を維持できるとしつつ、相対的に本邦金融機関の自己資本比率への影響が大きくなることが示唆されている。

(図表5) マクロ・ストレステストの結果



(資料) 日本銀行「金融システムレポート(2025 年4月号)概要」より抜粋
(筆者注)シミュレーション終期(2027 年度)における自己資本比率の各業態平均と 10-90%点を表示

■ なお、②のシナリオは、4月に発生したようなドル安・株安・米債安といったいわゆるトリプル安の発生を踏まえると、現時点では発生確率が極めて低いシナリオではない点には注意が必要である。特に、トランプ関税とサプライチェーン分断によるインフレ再燃懸念が強まり米国を中心に海外金利が上昇すれば、既往の円債の含み損と併せて、評価損益の悪化や外貨調達コストの上昇などにより収益面に下押し圧力が強まるため、邦銀にとってはより複雑な事態が想定される。

実際、5月の FOMC 後の FRB 高官発言をみても、早期の利下げには慎重な姿勢を示しており、例えば5/9日にアイスランドのレイキャビクにおいて、FRB のバー理事は「higher tariffs could lead to disruption to global supply chains and create persistent upward pressure on inflation. (関税の引き上げは世界のサプライチェーンの混乱を惹起し、インフレ率に持続的な上昇圧力をかける可能性がある)」と指摘。また、同 12 日には、アイルランドのダブリンにおいて、これまでハト派的とされていたクグラー理事も、関税の引き上げは総需要の減少によるデスインフレ圧力よりも、供給ショックによるインフレ圧力の方が強いと指摘している。

■ 現状のように、景気の減速が見込まれる中で、インフレ再燃への警戒から Fed が様子見姿勢を続ける状況は、企業にとっては厳しい経営環境が続くことを意味しており、米国クレジット市場への影響が懸念される。実は、今回の FSR でも、トピック的に海外ノンバンクと本邦金融システムの連関性が強まっている点をリスクとして挙げており、有価証券運用にかかるリスク管理強化を促している。一部報道情報³では、トランプ関税

³ 「米ファンド融資に逆風、市場価値 2 割減 290 兆円の火種も」(日本経済新聞 5/10 日付)。

の影響でプライベートクレジット市場に逆風が吹いているとの指摘もあり、Fed が“Wait and See”（パウエル議長）のスタンスを維持すればするほどクレジット市場の状況は悪化が見込まれるため、引き続き注目していく必要がある。

以 上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。