

# Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



## 日銀、2025年の金融政策と多角的レビューの意味

日銀の植田総裁は全国銀行協会の賀詞交歓会で、経済物価情勢の改善が続けば政策金利を引き上げる意向を示した。しかし、日銀は昨年12月の金融政策決定会合で賃金動向や米国経済政策の不確実性を理由に利上げを見送った。追加利上げのタイミングには賃金動向などに加え、円安も影響を与えそうだ。なお、日銀の多角的レビューでは、短期金利を主体とした政策運営としたい考えが示された。

### ■ 日銀は昨年12月の会合で政策金利を据え置き、多角的レビューを公表

日銀の植田和男総裁は1月6日に全国銀行協会の賀詞交歓会で挨拶を行った。その中で、今後の金融政策を占う発言として、「25年も経済物価情勢の改善が続いていくのであれば政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していく」と指摘した。

日銀は昨年12月18日-19日の金融政策決定会合で政策金利を据え置いた。会合後の記者会見で植田総裁は据え置きの理由として①賃金動向（春闘）を確認したいことや、②（トランプ次期政権の政策を念頭に）米国の経済政策を巡る不確実性を挙げた。①や②のように確認に時間がかかることを据え置きの理由としていることや、円安懸念を表明しつつも輸入インフレの落ち着きを指摘したことなどから、1月（23日-24日）会合の利上げも疑わしく、追加利上げは3月（18日-19日）会合以降になるとの見方が市場に台頭している。

なお、日銀は会合2日目となる12月19日に過去25年間の政策について効果や副作用を分析した「多角的レビュー」を公表した。会見で植田総裁は多角的レビューについて、「結果は当面の金融政策運営に直ちに影響を与えるものではないが、やや長い目で見て金融政策のあり方を考えるうえで貴重な材料を提供するもの」と説明している。

### ■ 日銀の追加利上げ姿勢は明確だが、そのタイミングには不透明感が漂う

賀詞交歓会の植田総裁の挨拶から判断して、日銀が利上げ路線を維持していることは明らかだろう。ただ、追加利上げのタイミングは不確実だ。そこでタイミングを計るうえで当面の注目点をまとめた（図表1参照）。次に「多角的レビュー」が金融政策に与える影響を簡単に振り返ることとする。

図表1に日銀の金融政策を占ううえで重要と思われるイベントを示した。1月に追加利上げを行う必要条件是賃金について「もう少し情報が必要」なことだが、必ずしも春闘の回答（昨年、連合の第1回回答は3月15日）まで待つ必要はなかろう。仮に9日の支店長会議や、日銀の定性的な調査で賃金について情報が得られれば1月利上げの可能性も

図表1: 当面(25年1月~3月)の主な注目イベント

月日	イベント	注目点
1月9日	各地域からみた景気の現状(支店長会議)	賃金動向
1月14日	氷見野副総裁(挨拶)、15日記者会見	会見内容
1月20日	米大統領就任式	今後の政策の概要
1月24日	日銀金融政策決定会合(23日から)	追加利上げの有無
1月24日	経済・物価情勢の展望(展望レポート、基本的見解)	日本経済の見通し
2月17日	24年7-9月期GDP	成長軌道の確認
3月?	春闘回答集中日	賃上げ率は十分か
3月19日	日銀金融政策決定会合(18日から)	追加利上げの有無

出所: 日銀、各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

あり、日銀の情報発信に注目している。その意味では、1月14日と15日の氷見野副総裁の発言に注目が必要だろう。

ただし、1月の会合を前に賃金動向を示唆するデータが少ないのも事実だ。日銀も注目する毎月勤労統計は4月公表のデータであっても、今年の春闘の結果はほぼ反映されないなど情報は少ない。これが1月利上げにやや懐疑的な背景だ。

トランプ次期政権の政策イベントとして20日の就任式のみ示した。しかし、就任式は形式で、おそらく本当に注意すべきは突然の政策発表であり、予見は難しい。そのうえ、前回のトランプ政権を思い起こせば政策の姿が見えるのは年後半かもしれない。筆者は、米国の政策の不透明性が据え置き理由となり続けるのか疑問に思っている。

むしろ1月の追加利上げを期待するなら為替動向が重要だろう。7日に円は1ドル＝158円台に突入した(図表2参照)。エネルギーや食料を輸入に依存する日本にとって、過度な円安は物価抑制の観点からも容認できないはずだ。12月の会合後の記者会見で植田総裁は輸入インフレの落ち着きを指摘したが、いつまでも円安を許容はできないかもしれない。さらなる円安で利上げに追い込まれる状況は日銀も回避したいところだろう。

**図表2: 日本円(対ドル)レートの推移**

日次、期間: 2024年1月8日～2025年1月7日(日本時間正午)



## ■ 多角的レビューで政策金利はプラス圏に維持されやすくなるかもしれない

日銀の追加利上げのタイミングには、図表1に示し

たイベント以外に、米国金融政策、経済指標、株式や債券市場の動向など様々な要因が影響することから、幅広い情報分析も必要だ。

最後に、多角的レビューが金融政策に与えると思われる影響について述べる。植田総裁が指摘したように、多角的レビューの結果は当面の金融政策運営に直ちに影響を与えるものではないようだが、追加利上げを中長期的に支持する要因とはなりそう。なぜなら、多角的レビューの重要なメッセージの一つは短期金利による金融政策の効果は量的金融緩和など非伝統的政策に比べ波及経路が明確で影響も大きいと明示したからだ。金利がゼロ%に下がった局面では、短期金利を操作する伝統的な手法では需要を十分に刺激できないとして導入した非伝統的金融政策の効果がある程度は認めつつも、短期金利に完全に代替できるものではないとしている。そうであるならば、経済やインフレが許すなら、現在の0.25%というゼロ金利を若干しか上回るに過ぎない政策金利の水準は少しでも積み上げたいところだろう。

多角的レビューでは非伝統的金融政策の結果として日銀が国債を保有する場合の問題点などを明示するとともに、国債市場の機能度について十分な分析を行っている。そのうえで、機能度にマイナスの影響があったと素直に言及している。過去においては、市場などからの同様の問題提起があっても、「問題ない」で終わってしまうこともあったことに比べ大きな変化であったと見ている。

もともと、日銀は非伝統的金融政策を完全に否定しているわけではない。経済状況によっては再度、量的金融緩和政策などを採用する可能性も残している。しかし仮にそうであっても、多角的レビューで示された効果と副作用を天秤にかけ、慎重に採用を決定する流れとなるのだろう。その意味では、将来においてゼロ金利政策もしくは量的金融緩和に戻ることに一段と慎重になることが想定される。

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が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。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2024年12月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)  
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

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、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号  
加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会