

# 経済情報

## [日本]

### 今後の日本銀行による利上げペースと利上げの到達点について 【要旨】

- ◇ 3月に行われた日本銀行の金融政策決定会合では、マイナス金利の解除が決定され、先行きの利上げペースや利上げの到達点に関心が集まっている。
- ◇ この点、内田副総裁は2月の講演にて、市場が予想する「きわめて緩やか」な利上げペースを否定しなかった。
- ◇ もっとも、植田総裁が決定会合後の会見で言及したテイラールールに基づく政策金利の理論値は、市場予想（0.25%ポイントを年1回）よりもやや速いペースでの利上げ（0.25%ポイントを年2回）を正当化している。少なくとも今年度は春闘にて高水準の賃上げが実現する見込みであり、そのようなペースでの利上げが行われる可能性が高いとみるべきである。

#### 1. マイナス金利解除が行われ、焦点は既に今後の利上げペースと利上げの到達点へ

3月18、19日に行われた金融政策決定会合にて、日本銀行はマイナス金利の解除、「ゼロ%程度」としていた長期金利の誘導目標撤廃、上場投資信託（ETF）・不動産投資信託（REIT）の新規買い入れ終了等を決定した。

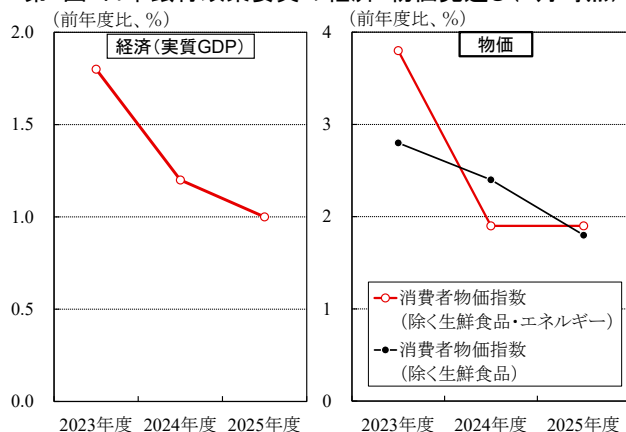
これらの決定は大きな政策変更ではあるものの、会合後の記者会見では1月と同様、マイナス金利解除後の利上げに関する質問が相次いで行われた。このことから、既に多くの関心は、先行き利上げがどのようなペースで、どの金利水準まで行われるか（利上げの到達点）に移っている（移っていた）とみられる。

この点、3月会合の声明文では「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」と述べるに止まり、ここから具体的な利上げペースを推測することは必ずしも容易ではない。

## 2. 内田副総裁は、2月講演で「きわめて緩やか」な利上げパスを否定せず

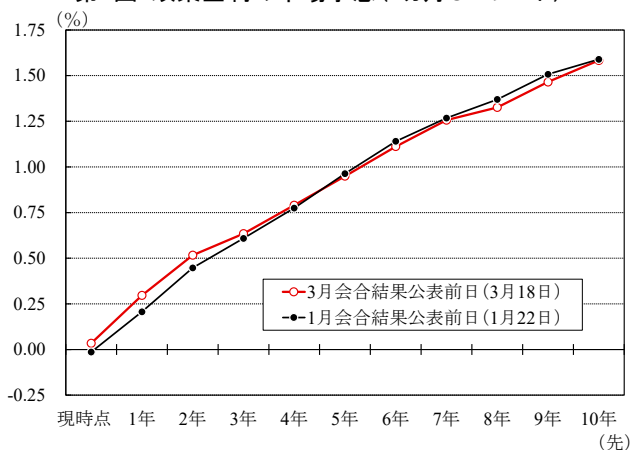
そこで1つの手がかりとなるのが、2月に行われた内田副総裁による講演である。そこでは、「仮にマイナス金利を解除しても、その後にどんどん利上げをしていくようなパスは考えにくく、緩和的な金融環境を維持していくことになると思います」と3月会合の声明文と似た方針が述べられている。そして、それを裏付けるものとして、1月会合で公表された各政策委員による経済・物価見通し（第1図）は、政策金利について「きわめて緩やかな」利上げパスとなっている市場の織り込み（第2図）を参考に作成しているにも拘わらず、物価が2%を大きく上回っていく見通しにはなっていないことを指摘している（内田[2024]）。すなわち、先行き緩和的な金融環境を維持すると仮定しても、景気や物価の過熱までには至らないと各政策委員はみていることになる。

第1図：日本銀行政策委員の経済・物価見通し(1月時点)



(注) 見通しの中央値のみ示している。  
(資料) 日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：政策金利の市場予想(1ヵ月OISレート)



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

市場の織り込みでは、マイナス金利解除後の利上げペースについて先行き2年間は概ね年1回、0.25%ポイントずつ<sup>(注1)</sup>、その後はやや減速する形となっており、利上げの到達点(10年先の金利水準)は1.5%程度である。確かに、このような利上げパスは、2022年から始まった米国や欧州の利上げと比べて「きわめて緩やか」である。内田副総裁の上記の発言は、それでも各政策委員の中心的な見方としては、そのような市場の予想が全くの的外れではないと考えていたことを示唆しているとみられる<sup>(注2)</sup>。

(注1) 内田副総裁の講演資料の図表9では、2月5日時点の政策金利の市場予想が示され、そこでは24ヵ月先の金利水準が0.5%程度となっている。

(注2) 第2図では、利上げの到達点に関する市場予想を明らかにするため10年先まで示している。一方、1月に公表された政策委員の経済・物価見通しは2025年度までが対象であり、内田副総裁の講演にて示された政策金利の市場予想も24ヵ月先までとなっているため、上記の発言はそれより先の利上げパスについて評したものであることには留意を要する。

### 3. テイラールールは、市場予想よりもやや速いペースでの利上げを正当化

もう 1 つの手がかりは、3 月会合後の植田総裁の記者会見である。記者から「テイラールールが指し示すおおよその水準まで短期の政策金利を引き上げる考えがあるのか」と問われ、植田総裁は「テイラールールは常にわれわれ金融政策を決める者の頭にあると言っていいかと思えます」と発言している。

テイラールールとは、米国の経済学者であるテイラー氏が提唱した米国の金融政策ルールで<sup>(注3)</sup>あり、一般的には以下のような式として示される (Taylor[1993])。

(注3) 金融政策ルールとは、「物価や経済活動の安定を目的として、マクロ経済の変動に応じてシステマティックに金融政策を運営する方式を表現したものである」(小田・永幡[2005])。

$$\begin{aligned} \text{政策金利} &= \text{均衡実質金利} + \text{目標物価上昇率} \\ &+ \alpha \times (\text{実際の物価上昇率} - \text{目標物価上昇率}) + \beta \times \text{需給ギャップ} \\ &\dots \text{(第1式)} \end{aligned}$$

上式右辺 1 行目の均衡実質金利は自然利子率や中立金利とも言い換えられ、これは「経済・物価に対して引き締めのにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準」(岩崎・須藤ほか[2016])であり、目標物価上昇率を足すと名目自然利子率となる。すなわち、上式は、インフレ率が目標を上回る(下回る)、あるいは需給ギャップがプラスとなる(マイナスとなる)場合には、政策金利を名目自然利子率よりも引き上げる(引き下げる)といった金融政策の在り方を表す。このようなルールは、直感的な理解を得やすいことに加えて、現実の金融政策を比較的良くトレースできることから、市場参加者、経済学者、中央銀行の実務家にしばしば取り上げられる(小田・永幡[2005])。

但し、植田総裁は記者会見では「名目の中立金利で申し上げれば、予想物価上昇率と実質の中立金利の足し算になる」、「理屈上は基調的な物価上昇率が今まだ 2[%]には達していないというふうに考えていますが、それが 2[%]を下回っている間は、広い意味では緩和的な金融環境が続く」とも述べている。これは、植田総裁の頭にあるテイラールールは上式とは若干異なり、以下のような式になっていることを示唆する。

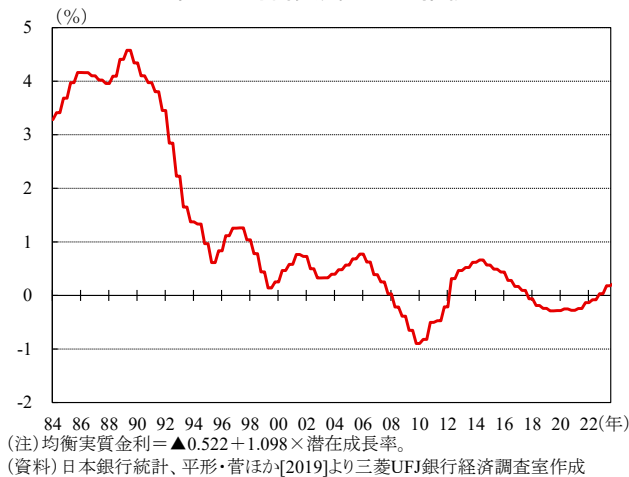
$$\begin{aligned} \text{政策金利} &= \text{均衡実質金利} + \text{予想物価上昇率} \\ &+ \alpha \times (\text{基調的な物価上昇率} - \text{目標物価上昇率}) + \beta \times \text{需給ギャップ} \\ &\dots \text{(第2式)} \end{aligned}$$

ここからは、上式右辺の構成要素について 1 つずつ見ていく。均衡実質金利(自然利子率)は時間と共に変化し、かつ推計方法によって相応の差が生じるが、日本銀行企画局[2023]では足元▲1.0~+0.5%と推計されている。また、日本銀行が公表しているマクロ経済モデルを参考に行った簡易的な推計でも 0.3%程度となる(次頁第 3 図)。

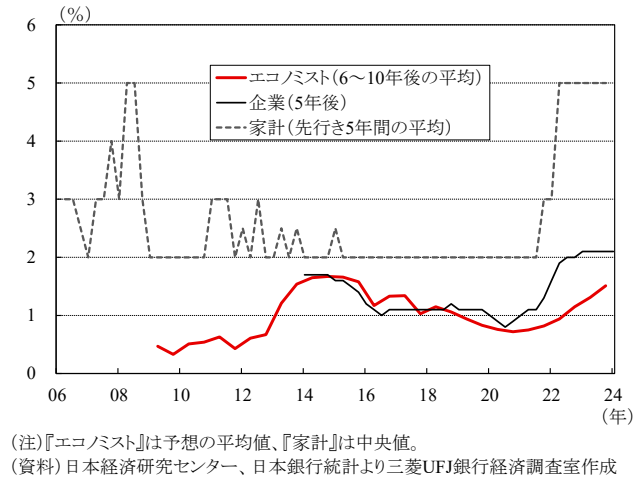
予想物価上昇率も予想主体によって幅があるなか（第4図）、植田総裁は記者会見では「5年から10年の期間でということですので、おそらく1[%]から1.5%の間のどこかにある」と述べている（注4）。

（注4）内田[2024]の図表10でも、日本銀行スタッフが推計した予想物価上昇率の推移が示されており、足元では1.5%をやや下回る水準となっている。そこでは、企業・家計・専門家のインフレ予想に基づく推計が行われているものの、2010年以降、中長期の予想物価上昇率は概ね0.5~1.5%の範囲で推移しており、専門家（エコノミスト）の予想に近い動きをしている。

第3図：均衡実質金利の推移



第4図：中長期的な予想物価上昇率の推移

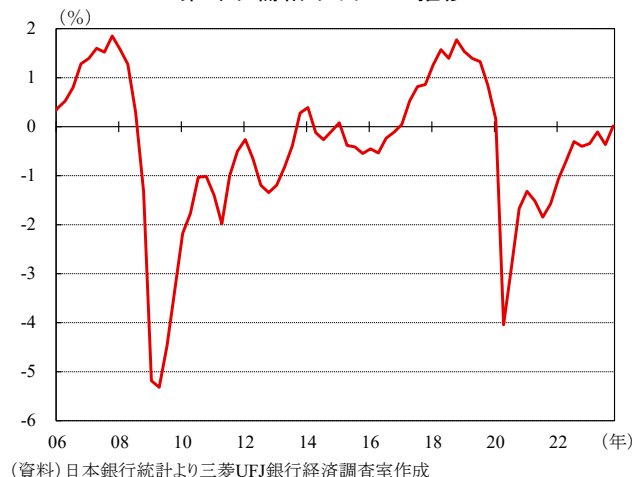


基調的な物価上昇率については、特定の指標で示すことは適当でないものの、例えばCPIの加重中央値は2%を下回っており、植田総裁の認識と整合的である（第5図）。最後に、需給ギャップは、概ねゼロとなっている（第6図）。

第5図：コアCPIと加重中央値の推移

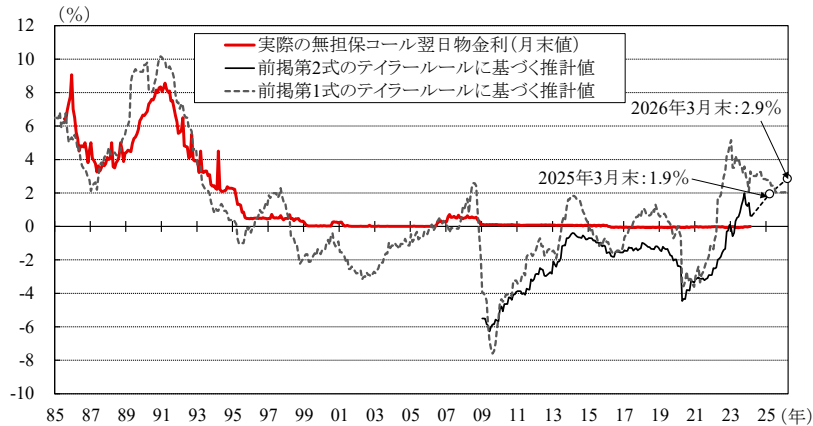


第6図：需給ギャップの推移



これらの指標について、3月会合の声明文では、需給ギャップがプラスに転じていくなかで、中長期的な予想物価上昇率が高まり、基調的な物価上昇率も2%に向けて高まっていくと予想している。こうした予想も踏まえ、テイラールールに基づき政策金利のパスを推計したものが次頁第7図である（参考のため、前掲第1式に基づく推計値も示している）。

第7図：無担保コール翌日物金利の実績と推計値の推移



(注) 推計の前提は注5を参照。

(資料) 日本銀行、総務省、日本経済研究センター統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(注5) 【第1式・第2式共通】

自然利子率：第3図の推計値を参照。2024年1-3月期からは、足元水準（0.23％）で一定。

目標物価上昇率：2％で一定。

係数：Taylor[1993]と同様に、 $\alpha = 1.5$ 、 $\beta = 0.5$  で一定。

【第1式】

実際の物価上昇率：コアCPIの前年比。見通しはESPフォーキャスト4月調査の予測値平均（前頁第5図）を参照。

需給ギャップ：2023年10-12月期までは日本銀行の需給ギャップを参照。2024年1-3月期からは、潜在成長率が足元水準（0.7％）で一定とし潜在GDPを算出。実際の実質GDPはESPフォーキャスト4月調査の成長率の予測値に基づき算出。

【第2式】

予想物価上昇率：実績部分は、前掲第4図で示したエコノミスト予想で代用。2026年3月は目標物価上昇率である2.0％、2025年3月は直近水準（2023年12月：1.5％）と目標の概ね中間として1.7％と仮定。

基調的な物価上昇率：実績部分は日本銀行が公表する加重中央値を参照。2026年3月は目標物価上昇率である2.0％、2025年3月は直近水準（2024年2月：1.4％）と目標の概ね中間として1.7％と仮定。

需給ギャップ：潜在GDPは第1式の推計方法と同様。実質GDPは、1月の「経済・物価情勢の展望」の各政策委員の見通し中央値（前掲第1図）に基づき2024・2025年度の平均水準を算出し、それぞれ2025年1-3月期、2026年1-3月期の潜在GDPとのギャップを2025年3月、2026年3月の需給ギャップとした。

まず、日本銀行の物価目標が実現した場合、2026年3月時点での政策金利の理論値（前掲第2式に基づく）は2.9％である。仮に、自然利子率がもっと低い、あるいはエコノミスト予想のようにインフレ率が再び2％を割り込み、基調的な物価上昇率や予想物価上昇率も高まらないと仮定しても、2026年3月時点の理論値は1％を上回る（第1表）。

第1表：様々なケースにおける政策金利理論値

ケース	自然利子率	2025年3月時点			2026年3月時点				
		予想物価上昇率	基調的な物価上昇率	需給ギャップ	政策金利理論値	予想物価上昇率	基調的な物価上昇率	需給ギャップ	政策金利理論値
① 日本銀行の物価目標が実現	0.2				1.9				2.9
② ①+低い自然利子率	▲1.0	1.7	1.7	0.9	0.7	2.0	2.0	1.3	1.6
③ エコノミスト予想が実現（物価安定目標実現せず）	0.2				1.2				1.6
④ ③+低い自然利子率	▲1.0	1.5	1.5	0.5	0.0	1.5	1.6	0.8	0.3

(注) ケース③は、第7図の「前掲第2式のテイラールールに基づく推計値」と同様。ケース④では、予想物価上昇率は足元水準から横遣い、

基調的な物価上昇率は、2026年1-3月期はコアCPIのエコノミスト予測(1.6%)、2025年1-3月期は、それと加重中央値の足元水準(1.4%)の中間とした。

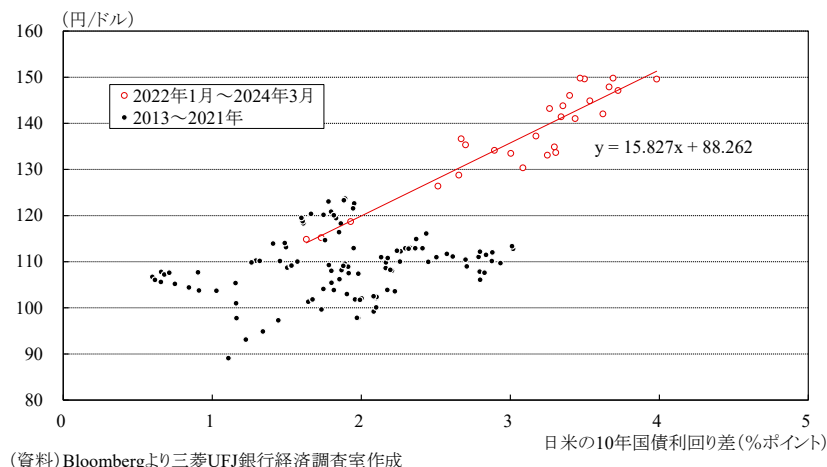
(資料) 日本銀行、日本経済研究センター統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



このような推計を踏まえると、日本銀行として、例えば先行き 2 年間に 0.25%ポイントの利上げを年 2 回ずつ（すなわち、合計 1%ポイントの利上げ）を行っても、引き締めの金融政策にはならないと考えている可能性がある。少なくとも今年度は、春闘にて多くのエコノミストの事前予想や昨年水準を大きく上回る高い賃上げが実現し、それが実際の、そして基調的なインフレ率を押し上げることが予想され、漸進的な利上げを行いやすい環境にある。そのため、4 月の金融政策決定会合では、物価見通しが上方修正されると共に、次の利上げについて 3 月会合よりも具体的な示唆が出てくる可能性もある。そして、年度を通じてみれば、第 2 節で示した市場予想（年 1 回、0.25%の利上げ）よりは速いペースでの利上げが行われる可能性が高いとみるべきであろう。

なお、足元で再び円安が進行していることもあり、為替相場が金融政策に与える影響にも注目が集まっている。確かに、2022 年のロシアによるウクライナ侵攻後、世界的に金融政策が大きく変化したなか、ドル円相場と日米金利差の相関は高まっている（第 8 図）。とはいえ、このような相関関係が当面続くと仮定しても、日本の金融政策が生じさせる金利変動（日米金利差への影響）は、米国のそれと比べれば幾分小さい。上記のように、日本銀行が先行きの利上げについて、より具体的に示唆するようになった場合も、その主眼は円安の是正ではなく、現状利上げの織り込みが不足している市場予想の段階的な是正（サプライズの低減）にあると解釈すべきである。

第8図: 日米金利差とドル円相場の関係



以上

(令和 6 年 4 月 15 日 矢吹 彩 sai\_yabuki@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

## 参考文献

- Taylor, J. B. (1993) “Discretion versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39, pp. 195-214
- 岩崎雄斗、須藤直、西崎健司、藤原茂章、武藤一郎（2016）「わが国における自然利子率の動向」、日銀レビュー、No. 16-J-18
- 内田眞一（2024）「最近の金融経済情勢と金融政策運営」、2024年2月8日  
[https://www.boj.or.jp/about/press/koen\\_2024/ko240208a.htm](https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2024/ko240208a.htm)
- 小田信之・永幡崇（2005）「金融政策ルールと中央銀行の政策運営」、日銀レビュー、No. 05-J-13
- 日本銀行企画局（2023）「非伝統的金融政策の効果と副作用」  
<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/data/bpr231206d.pdf>
- 平形尚久、菅和聖、金藤章浩、城戸陽介、喜舎場唯、村越智文、篠原武史（2019）「ハイブリッド型日本経済モデル Q-JEM: 2019年バージョン」、日本銀行ワーキングペーパー、No. 19-E-7

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。