

経済を読む眼

日銀の YCC・マイナス金利政策解除後の金利を展望¹

2023 年 11 月 24 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

要旨

1. 日本銀行の YCC・マイナス金利の解除は、金融経済環境からは来年 4 月に十分判断できそうであるが、日本銀行が慎重に情勢を見極める姿勢を前提とし、政府との関係も勘案すれば 7 月になる可能性が高いだろう。
2. YCC を解除しても、量的引き締めにはすぐには移行せず、また長期金利が跳ね上がるリスクに備えて国債を買い増せる機能を残すだろう。
3. 今後の焦点は、YCC・マイナス金利解除後の政策金利、長期金利の推移だ。日本銀行は敢えて大幅なビハインドザカーブ戦略を採っているので、政策金利を引き上げるテンポが市場の予想よりも早い可能性に留意したい。また日本銀行も市場と密にコミュニケーションをとる必要があろう。
4. 日本銀行が 2%の物価安定目標を一旦達成しても、今後 10 年を見通せば再びリセッションを迎える事態もある筈であり、その際には金融政策の緩和余力が少ないという問題がある。したがって、10 年間の平均で見れば CPI は 2%をやや下回る可能性が高い。また、日本の潜在成長率が回復傾向にあるものの、自然利子率はなお米国より低い水準と考えればゼロ近傍である可能性が高いだろう。これを前提にして YCC・マイナス金利解除後の 10 年金利の落ち着き処を考えると、趨勢インフレ率、自然利子率、タームプレミアムで決まるとすれば、2%をやや下回る水準と考えられる。これは国債の 5 年先の 5 年金利の現在の水準と大きくは変わらない水準である。
5. 市場では、日本銀行は物価安定目標を平均的に未達になると大幅な金融緩和を行うので政策金利・長期金利ともにゼロ近傍に戻るとの見方も聞かれる。しかし、世界の金融政策思想は、インフレのダイナミクスが変化する中、Japanification を避けようとした時代から変化している。日本銀行は目標を少しでも下回れば大幅な緩和を行う政策思想には戻らないのではないか。日本銀行がリセッション時にのみゼロ金利や非伝統的緩和政策を採るならば、CPI の低下で長期金利がすぐにゼロに戻ることにならないだろう。

¹ 本稿は、2023 年 11 月 20 日現在のデータに基づいている。なお、図表作成には関東享佑氏、長期金利の展開に関する議論の過程では丸山泰斗氏の助力を得た。

1. はじめに：問題意識

日本経済をみると、企業は輸入価格の大幅な上昇という外生ショックに対してコストの価格転嫁を積極的に行うことによって、高水準の収益を確保している

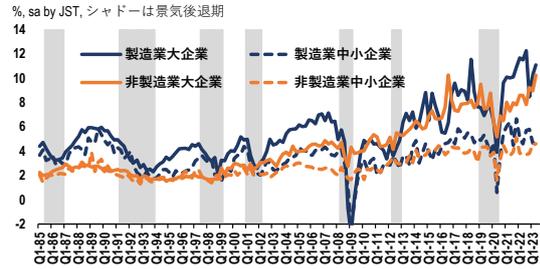
(図表 1)。日本の CPI は当初は輸入コスト増で財価格ばかり上昇していたが、こうした海外からの外生的なショックと人手不足を奇貨として、企業のサービス価格・賃金設定に関するノルムも変化しつつある。

実際、最近のサービス価格の品目別分布は、コロナ禍前の 2010 年代に比べて上昇率がプラスの分布が増え、分布が総じて 0%より右側に歪んでいる(図表 2-1)。かつてディスインフレ/デフレに陥っていなかった 1980 年代のように変動の中央値がプラスにずれるには至っていないにせよ、5%以上のプラスの変化率の分布をみればむしろ 1980 年代をも上回っている(図表 2-2) など、企業が 0%のノルムを抜けつつあることが窺われる。

また、収益水準が相対的に低い中小企業も、大企業以上の人手不足に見舞われていることから、総じて来年度も本年度程度ないしそれ以上の賃上げが期待される。そうなれば賃上げによるコスト上昇も価格に反映していくだろう。筆者の予測が正しければ、いよいよ日本経済の名目成長率がプラスの成長を続ける世界に転じつつあることになる(図表 3)。

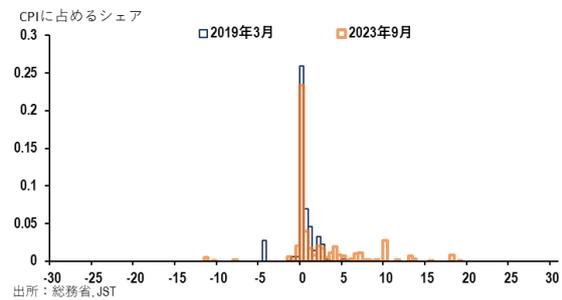
以下では、こうした日本経済の状況認識を出発点として、日本銀行がイールドカーブ・コントロール(以下、YCC)やマイナス金利政策をいつ解除するのか、解除後の政策金利や長期金利はどう推移しそうであるかを展望する。

図表1: 売上高経常利益率

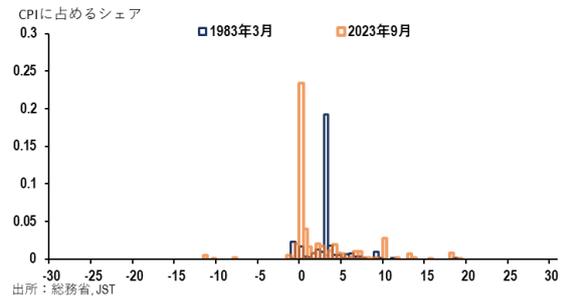


注：大企業は資本金10億円以上、中小企業は同1千万円以上1億円未満。出所：財務省

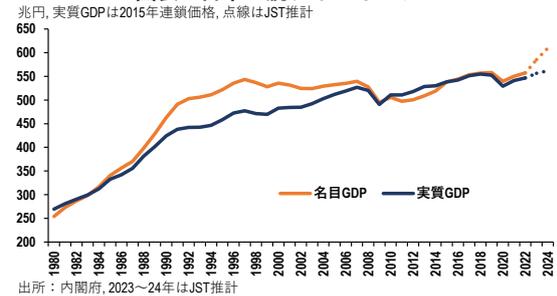
図表2-1: CPIサービス品目別価格変化の分布



図表2-2: CPIサービス品目別価格変化の分布



図表3: 日本の脱ディスインフレ



2. YCC 解除、マイナス金利解除の時期

日本銀行は、コア CPI が 2022 年度（実績）～2024 年度まで 2%を超えるとの見通しを立てているが、2024 年度以降は不確実性が高いとして、賃金上昇率がしっかりとしたプラスになる見通しが立つことが必要としている。

日本銀行は、2%の物価安定目標の安定的な達成に自信を持ってから YCC の枠組みやマイナス金利を解除するには、今後の賃金動向だけでなく、賃金と物価の好循環を、「双方向から」しっかりと確認していく必要があるとの判断を示している²。実際には YCC は 2 度目の柔軟化措置によって長期金利の制御力をかなり弱めているので、解除してもこれまでとの段差が小さい状況になっているが、政策枠組みとしてみれば、YCC は O/N 政策金利も包含する広い概念である。一方、マイナス金利の解除は YCC の枠内で本来は実行可能であるが、経済への影響は YCC 解除よりも大きい。したがって、結局は YCC とマイナス金利を同時に解除する可能性が高いのではないだろうか。その前提として、日本銀行としては、これまで 30 年近く戦ってきたデフインフレ/ デフレから脱却し、2%の物価安定目標を安定的に達成する目途が立ったと宣言するには、単に賃金が増えそうだという見込みだけでは動かず、慎重を期したいということであろう。

YCC やマイナス金利は賃金と物価の好循環の見極めという条件を満たして初めて解除されるとすると、市場の一部が織り込んでいるような、来年 1 月の解除はそもそも難しいだろう。むしろ、金融経済情勢からみれば来年 4 月に満たされるだろうが、データを慎重に確認する姿勢や政府との関係まで考慮すれば、7 月の蓋然性が高いとみられる。理由は 2 点ある。

第 1 に、来年度の春闘の第 1 次結果が判明するのは 3 月半ばである。それまでに来年度もベアが 2%を超える見込みが強まったというだけで、2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成する十分な確度をもって見通せると判断するとは考え難い。しかも、現在の日本銀行の考え方のように賃金上昇が物価に跳ね返ることもみてもなると、来年度の賃金が最初に反映されるのが 4 月 CPI であり、4 月東京 CPI が 4 月末に公表されるのが最初である。この結果が会合中に判明すれば、4 月初に判明している日銀短観の価格判断 DI 等と合わせてみれば、ぎりぎり確認は可能と思われる。しかし、全国 CPI への波及までしっかりと確認するとなると、4 月決定会合でも間に合わなくなり、それ以降のタイミングになる。

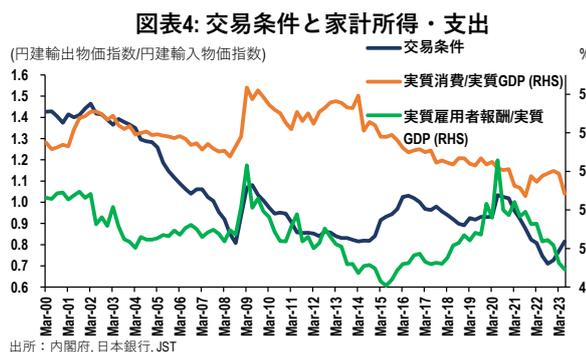
第 2 に、政府との共同宣言がある以上、政府のデフレ脱却宣言なしに、日本銀行だけが 2%の物価安定目標の安定的な達成を宣言するのは難しそうである。政府はデフレからの脱却の条件として、物価の基調判断として CPI と GDP デフレーター、その背景としてユニット・レーバー・コスト（単位当たりの労働費用）や需給ギャップ（GDP ギャップ）を総合的に考慮し判断することとなっている。このうち需給ギャッ

² 日本銀行 (2023) 「金融政策決定会合における主な意見 (2023 年 10 月 30、31 日開催分)」を参照。

プ以外は全て既に十分プラスになっているが、需給ギャップは第2四半期の実質GDPが強い伸びをしたことによって政府の推計でぎりぎりプラスになったばかりである。第3四半期の実質GDP成長率が前期比年率-2.1%と反落したことからすれば、現在は政府推計では若干のマイナスに戻った可能性が高い。本来は需給ギャップの計測には誤差が大きいので、こうしたぎりぎりプラスとかマイナス等と議論することに意味はないが、現実にはこの条件に沿って議論がなされるだろう。そうであれば、第4四半期の実質GDPを見る必要があり、これは来年2月に判明する。そこから政府が需給ギャップを再推計してプラスが判明するのは3月半ば過ぎである。第3四半期の弱いGDPの反動が出て強めの成長率を示すことで、需給ギャップが再びプラスに戻るか、若干足りないかは現時点ではわからない。第4四半期GDPが十分に強い数字になれば、次は5月の2024年第1四半期GDPの公表を待つ必要があり、需給ギャップが判明するのが6月下旬である。日本銀行側でも需給ギャップの計算を行うのは、4月の次は7月になる。

ここで悩ましいのは、政府が今般策定した「デフレ完全脱却のための総合経済対策」との関係である。今の日本のように交易条件が悪化を続けている状況では、日本から海外に所得が流出しているの、企業は総じてコスト上昇をある程度価格に転嫁している³一方、家計の実質所得への

齎寄せが起こっており、そこが伸び悩んでいるために消費が盛り上がり難しくなっている(図表4)。そこで、政府は、経済成長を確固としたものにし、デフレを完全に脱却するため、家計の実質所得を反転させる賃上げを促すことに加え、最後の一押しを一回限りの給付金と所得税減税によって実現させるという発想に立っていると考



えられる。同対策の補正予算は本年12月中に成立し、低所得世帯への給付は早ければ年内にも実現する。しかし、所得税減税は、来年初の通常国会で法律を改正したうえで6月に実施される。本年第4四半期のGDPが需給ギャップをプラスにするに十分な伸びでなく、需給ギャップがプラスに転じたかの判断が来年6月下旬までずれ込む場合には、こうした家計所得下支え策を実施してからデフレ脱却の判断を行うことが可能になる。

以上より、まず、政府が、経済政策の効果も一部加わって所得税減税の実施前にデフレ脱却の状況を迎えたので、残る施策はデフレ脱却の動きをより確実にするための補強である、と柔軟に捉える姿勢ならば、4月にデフレ脱却宣言を行うことも可能である。そうでなくても、日本銀行も、フォワードガイダンスではYCCは「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために「必要な時点」まで継続する

³ 細かく言えば、企業の中でも価格転嫁が十分にできていない一部中小企業等からも所得は流出している。

としている訳だが、この「必要な時点」はデフレ脱却宣言よりも前で構わないと主張するのであれば、政府に捉われずに4月に解除することも一定程度考えられる。

しかし、今後の経済成長率がそれほど伸びず、来年第1四半期のGDP成長率を確認するとともに今回の経済対策の後押しを待ってから政府が判断するならば、デフレ脱却宣言を6月以降にすることは十分考えられる。その場合には、日本銀行が上述のような主張を行わない限り、政策解除の判断が7月までずれ込むことになる。それまでは、市場から長期金利の上昇圧力がかかり続けることが悩ましいので、4月にも必要に応じてYCCによる長期金利の制御を更に緩めることが考えられるだろう。但し、10年金利の1%でさえも今では「目途」に過ぎないので、現行の枠組みのまま長期金利の上昇を許容する可能性も残る。

日本銀行が、物価安定目標が安定的に達成できる見通しが立ったとして、YCCやマイナス金利の解除に踏み切る判断をする際には、日本銀行のコアCPIの見通しは2025年度まで2%以上になるだろう。

但し、この間に世界経済が深刻なリセッションに陥ってしまうか、陥るリスクが高まるのであれば、日本経済もその影響を受けて悪化するリスクが高まるので、日本銀行がYCC・マイナス金利の解除を更に後ずれさせるリスクにも気を付けたい。

3. YCC解除後の長期金利コントロール

日銀はYCC解除とマイナス金利解除の手順を示していない。市場の一部には、日銀がYCCを解除すると、これまで長きにわたって市場機能を押しえつけられてきた市場が機能をすぐには回復できずに不安定化するので、マイナス金利を解除してもYCCは長期金利の目標を徐々に引き上げながら残すという見方がある。しかし、来年1月の決定会合辺りから物価の判断を前進させることでYCC解除が近いことを示唆し、市場の本来のボラティリティに市場参加者が慣れさえすれば、数か月で市場機能を取り戻すことは可能だろう。日本銀行としては、YCCを解除した後、近いうちに量的引き締めに転じることはせず、また長期金利が急騰する場合には国債を一時的に買い増して抑制する機能を残せば、それで十分と考えているのではないか。

量的引き締めをせず、また国債買い増し機能を残すことは、日本銀行の財務にとっても助けになる。日本銀行はこれまで大量に低利の国債を購入してきたので、YCC解除後に短期金利を引き上げるだけでは、バランスシートが資産・負債間の利鞘がマイナスになる状態が続き、日本銀行の資本を棄損しかねない。この点、ここで提示したように暫く満期が来た国債の償還時に国債を買い増してバランスシートの規模を維持したり、必要に応じて国債を買い増せば、高い金利の国債に再投資することで、利鞘の改善が見込める。日本銀行は、通貨の信認にとって重要なことは日本銀行の財務の健全性ではなく適切な金融政策の遂行によって物価の安定を図ることで確保されるという姿勢であるが、それでも幾らでも債務超過になってもいいとは考えておらず、財

務リスクが着目されて金融政策を巡って無用の混乱が生じることは避けたいと考えている⁴。ここで提示した方法は、主たる目的は別としても、長期間の債務超過を避ける方向に寄与するという意味で、日本銀行の財務の健全化にも資するだろう。

4. ビハインドザカーブ後の金融政策

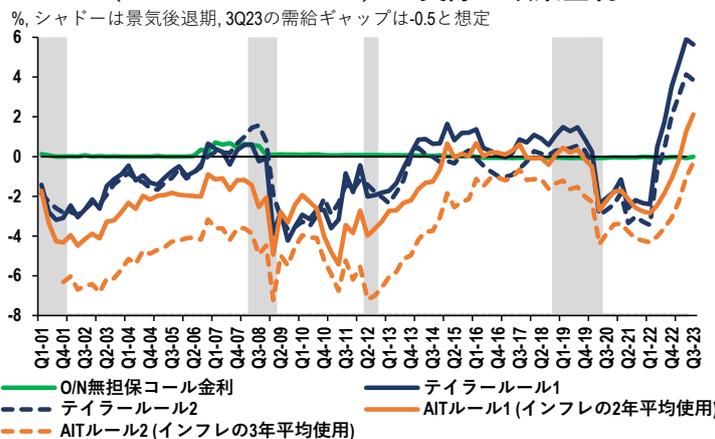
さて、問題は YCC・マイナス金利解除後の政策金利と長期金利の動向である。まず政策金利にとって、

$$\text{中立金利} = \text{自然利子率} + \text{趨勢インフレ率}$$

である。自然利子率は、日本経済の潜在成長率が 0.5% 近辺と考えられ、米国ほどではないにしてもグローバル要因もあってそれより低下しているとすれば、誤差はあろうが 0% 近辺と考えておきたい⁵。趨勢インフレ率は物価安定目標の安定的な達成の目途が立っているので 2% となり、中立金利は約 2% となる。最終的には政策金利をこの辺りまで戻さなければならない。

しかも、現在は日本銀行が相当なビハインドザカーブ戦略を敢えて採っている。この点を簡単な政策ルールを試算で示そう。図表 5 は、景気と物価の双方に配慮するテイラールールについて、日本経済がデフレ均衡に陥っている時のモデルで自然利子率を計測（若干のプラス）したベースのものと、自然利子率を HP フィルターで計測（若干のマイナス）したベースの 2 つを掲載している。直近第 3 四半期については、日本銀行試算の需給ギャップがわからないので、政府試算の GDP ギャップを基に筆者が想定を置いているため、誤差があることを念頭に置きたい。ここからは本来の政策金利は 4~

図表5: テイラールール、平均インフレルール (コアコアCPIベース) と実際の政策金利



注: $\pi^* = 2\%$, π_t はコアコアCPI(前年比), Gap_t は日銀推計需給ギャップ
 テイラールール: $\bar{call}_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$,
 AITルール: $\bar{call}_t = r_t^* + \pi^* + 1.0 * N(\text{average } \pi_t \text{ over } N \text{ years} - \pi^*) + 0.5Gap_t$,
 テイラールール1及びAITルール2では r_t^* は Hirose (2020) の推計 r^* で、推計後は GDP 成長率と r^* の関係から延長、テイラールール2及びAITルールでは r^* は実質金利の HP フィルター
 出所: Taylor (1993), Hirose (2020), BoJ, Statistics Bureau, Macrobond, JST 推計。

⁴ 詳細は植田和男 (2023) 「中央銀行の財務と金融政策運営」を参照。

⁵ IMF は WEO (April, 2023) の第 2 章で Holston, Laubach and Williams の手法に準拠して日本の自然利子率も計測しており、2021 年時点で約 -0.5% と算出している。しかし、コロナ禍に伴う経済データの大きな振れを適切に処理できているか等、様々な疑問がある。また、定性的に考えても日本の自然利子率は米国ほどグローバルな押し下げ要因を受けにくいと考えられるので、米国ほど自然利子率と潜在成長率の間にギャップがあるかも疑問である。更に、最近の米国の議論でもあるように、2021 年当時に比べ、自然利子率が上昇している可能性も考えておく必要がある。

6%と示唆され、現実の O/N 無担保コール金利 (-0.1%) との格差からみて、既に相当なビハインドザカーブであることが見て取れよう。

一方、日本銀行は 2021 年 3 月に、「点検」⁶作業を行った際、現在の政策は過去の低インフレの埋め合わせ戦略であるとして、自然利子率が 0.5%程度ある場合には、現在のインフレ率ではなく過去 2 年間のインフレ率の平均を参照する平均インフレ目標ルールが最適、自然利子率が -0.1%等と低い場合には、過去 3 年間のインフレ率の平均を参照する平均インフレ目標ルールが最適、と試算している。これも図表 5 に同時に掲載したが、これだと自然利子率がプラスだとマイナス金利を解除してもいい水準であるが、自然利子率がマイナスだともう暫く待って解除する水準、となる。特に後者は日本銀行が暫くマイナス金利解除を見合わせることを正当化する水準である。しかし、後述するようにインフレのダイナミクスが一頃よりも変化・不安定化し、予想以上に CPI が上昇してきたこの局面に於いて、2~3 年前まで遡ってインフレ率を平均した姿をベースにして金融政策姿勢を判断することは適切ではないと考えられるし、また日本銀行でも認識は徐々に変わってきていることであろう。

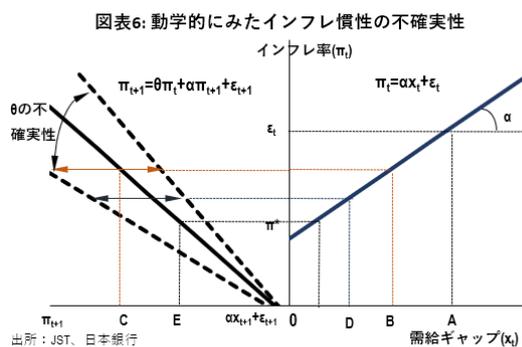
しかし、日本銀行は、賃金が上昇することによって CPI がさらに押し上げられるという経路の実現には不確実性が高いことを強調し、慎重な姿勢を崩していない。それだけに、YCC・マイナス金利の解除後も利上げには慎重な姿勢を採るとみる市場関係者は多い。しかし、一旦賃金と物価の持続的な関係が満たされると判断した後は、この点の不確実性が下がる一方、その後のインフレのダイナミクスについては賃金のみならず総じて上下双方向に不確実性が高まっていることも考慮に入れて政策対応を考えておかなければならない筈だ。この点、以前のノートに於いて⁷、一昔前までは経済効果に不確実性が高い時には慎重な政策対応を行うべきという考え方が広まっていたが⁸、インフレ率の先行きへの影響まで考慮すると、そうはならないと現在ではわかっていることを指摘した。念のため再度説明すると、具体的には、国内で労働市場の予想以上の逼迫も手伝って内生的に発生したインフレ率の上昇が、今期のインフレ率が来期のインフレ率に大きく影響する形で今後も持続するのか、それともその持続性が小さくて速やかに鈍化していくのかという点で不確実性が高い状況を考える。このような場合、インフレショックによって今期のインフレ率 (π_t) が変動した場合、それが来期以降のインフレ率 (π_{t+1}) に及ぼす影響を動学的に考慮に入れると、むしろ積極的な政策対応が最適となる。需給ギャップの変動を大きくしないように保守的に政策対応を行うと来期のインフレ率の分散が拡大する、すなわちこうした慣性効果の大

⁶ 詳細は、日本銀行 (2021)「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検 (背景説明)」を参照。

⁷ 詳細は鶴飼博史 (2022)「Fed はどこまで利上げを行うか?—金融政策論的アプローチ—」経済を読む眼第 2 回、科学技術振興機構を参照。

⁸ これは「ブレイナードの保守主義」と呼ばれ、Brainard (1967)が経済構造のパラメーターに不確実性が大きい場合は保守的に政策対応をすべきと主張したもので、少し前まで広く信じられていた。インフレショック (ε_t) が生じた時、政策対応を大きくすればするほど、インフレ率に及ぼす政策効果の不確実性が増大するためだ。詳細は Brainard, W. (1967) “Uncertainty and the Effectiveness of Policy” *The American Economic Review* Vol. 52, No. 2 を参照。

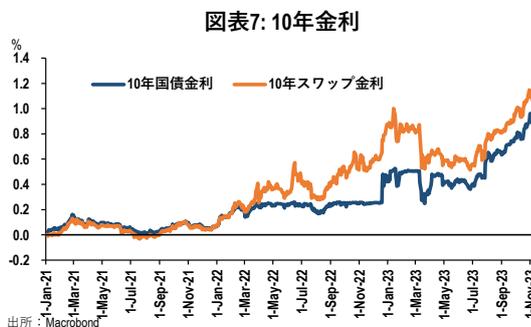
きさの先行きの不確実性は現在のインフレ率が高いほど大きくなるためである（当期の A→B のシフトは A→D のシフトよりも翌期のインフレ率の不確実性が大きい (C>E)、図表 6）。すなわち、インフレ率の不確実性を小さくするためには、賃金を巡る不確実性が減少した後は、むしろインフレ抑制方向に積極的なバイアスをかけた金融政策対応を行うことが適切になる。



したがって、マイナス金利を解除した後、政策金利がずっと 0% 近辺にいるとは考え難い。テイラールールからすれば速いペースで利上げをしないと適切な水準にならないが、市場はこれまでの低インフレと低金利に慣れていて、日本銀行はマイナス金利解除後も利上げをゆっくりとしか行わないとみていると思われる。マイナス金利解除にあたっては、その後の政策姿勢について市場としっかりとコミュニケーションをとることが求められよう。

5. 長期金利の今後の展望

さて、YCC・マイナス金利の解除後に、長期金利はどこまで上昇するだろうか。まず、日本銀行は現在、10 年国債金利の抑制を緩めており、10 年スワップ金利と比べても昨年末～本年初ほどの乖離はしていない（図表 7）。しかしそれでも、スワップ金利の方がまだ高いことも確かだ。ここから、物価安定目標を安定的に達成すると日本銀行が判断した後の長期金利の均衡金利はどこだろうか。

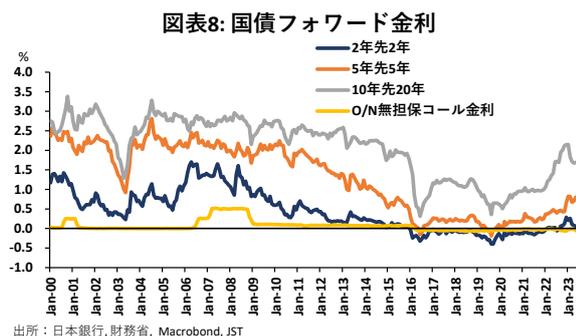


$$\text{長期金利} = \text{自然利子率} + \text{趨勢インフレ率} + \text{タームプレミアム}$$

このうちタームプレミアムについては、2021 年に日本銀行が公表した「点検」結果が参考になる。「点検」で用いられた日本国債金利の決定要因（推計期間は異次元金融緩和前：1997 年 1 月～2013 年 3 月）は日本の有効求人倍率、コア CPI、米国 10 年国債金利であり、彼らの定式に現在の各変数の値を入れると、日本銀行の金利抑制策なかりせば日本の 10 年国債金利は 2.4% となる。現在の日本の 10 年国債金利は 0.81% なので、日本銀行による長期金利抑制効果は実に 1.6% になる。一方、10 年国債金利のタ

ームプレミアムは、一上・上野 (2013)⁹によれば、金利の有効下限制約を考慮した潜在金利モデルの推計（推計期間：1990年1月～2013年3月）では、2000年代は1%弱で、金融緩和の強化によって低下していき、2013年の異次元金融緩和直前にはほぼ0%となっている。したがって、異次元金融緩和直前を基準とすれば、タームプレミアムの押し下げ効果は1.6%程度となる。今後、YCCを解除すればタームプレミアムの押し下げ効果は弱まるが、それでも日本銀行が国債の5割以上を保有していることによるストック効果といざという時に備えた国債購入スキームによってタームプレミアムが抑制されるので、タームプレミアムが異次元金融緩和直前まで戻ると考えれば、0%程度となる。そうすると、理論上の長期金利は2%程度と考えられる。

しかし、日本の金融・財政政策は今後、景気悪化が来ても発動余地が小さくなっていくことにも注意が必要である。特に金融政策は、次にリセッションが来ても、政策金利の下げ余地は米欧に比べて小さく、またこれから異次元の金融緩和並みの規模で金融緩和を行う余地も小さい。そうすると、リセッション時にCPIが2%から低下しても、強烈的な金融緩和で速やかに2%に戻すことは難しいので、10年程度の期間を平均してみれば、CPIは2%を若干下回り、例えば1.5%程度でもおかしくはない。この点、現在の国債のフォワード金利をみても、例えば目先の金融経済変動による変動部分を除くように5年先の5年金利をみると、現在1.5%近辺であり、黒田総裁下で異次元金融緩和を行う前の2012年並みにまで上昇している（図表8）。この市場の見方が、日本経済の様々な制約を考慮した場合の均衡金利に近いのではないだろうか。



6. インフレのダイナミクスの変化で金融政策思想が変わる

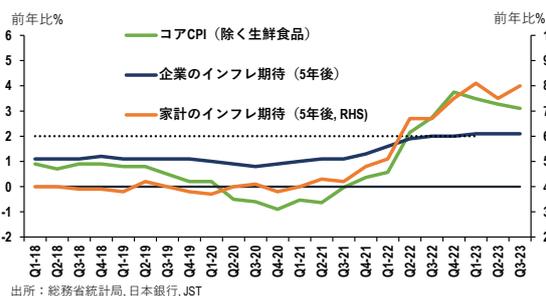
この見方に対して、CPIが2%を下回ると、日本銀行が2%の物価安定目標達成を速やかに達成するためにすぐに金融緩和を強めてゼロ金利近辺に戻すので、長い目で見ると、長期金利は0%に近い水準まで再低下するとの見方も市場からは聞かれる。実際、上述のインフレのダイナミクスの不確実性を強調するならば、そう考えることも可能である。

しかし、筆者は、コロナ禍と地政学的リスク、その間の金融政策運営に関する反省を踏まえ、世界的に金融政策の考え方が変わりつつあり、その波は日本銀行にもこれ

⁹ 一上響・上野陽一 (2013)「ゼロ金利下におけるタームプレミアムの推計：日米英の長期金利の分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.13-J-6。

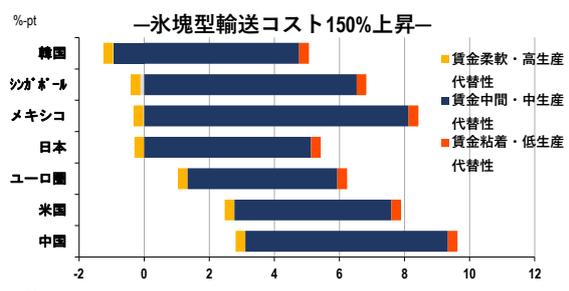
から訪れると考えている。その理由は、インフレのダイナミクスが変わったことにある。日本でも、その兆候はあり、例えば家計のインフレ期待は2Q22にコアCPIが2%に向けて上昇している段階で、既に顕著な上方シフトをみせ、その後コアCPI上昇率が鈍化を始めても、下がらない(図表9)。過去の低インフレ/デフレ期にはみられなかった、世界の地政学的リスクや国際商品市況の動向に家計のインフレ期待が直接影響を受けるようになった可能性がある。さらに、企業から見れば、当面のエネルギー価格の高止まりに加え、米中間を中心にサプライチェーンがde-risking(先端技術の流出を防止するが経済関係の遮断には至らない)されることで効率性が損なわれ、その分コストが上昇することや、気候変動問題とそれへの脱炭素対応が遅れる程コストが上昇すること¹⁰等によって、物価が上昇し易くなることが予見されるだけに、価格転嫁行動が低インフレ下のように消極的になることは最早考えにくくなっている(図表10は経済が完全にブロック化した場合の各国のCPI押し上げ効果¹¹、実際にはdecouplingでなくde-riskingなのでこの傾向がもう少し小さく表れよう)。たとえこれをインフレのダイナミクスの変化と捉えるには時期尚早とみなす立場であっても、上述の不確実性の議論とは異なり、インフレの不確実性に上方バイアスがかかることと解釈できるだろう。

図表9: 長期インフレ期待



出所: 総務省統計局, 日本銀行, JST

図表10: 経済デカップリングのCPIへの影響



出所: Attinasi et al (2023)

以上を踏まえ、世界的に金融政策の考え方も、従来のJapanificationを回避するために緩和バイアスを大きくかける考え方から変わっている。IMFのGopinath (2023)¹²は、①金融政策は、供給ショックを一過性として無視することに慎重であるべきであり、供給ショックが広範囲に生じ、しかも経済の主要なセクターに影響が及ぶのであれば反応しなければならないかもしれない、②フィリップス曲線がフラットであると想定して金利を有効下限制約付近で長く維持する政策も、もっと洗練させる必要があるか

¹⁰ この点の考察は、例えば Kotz, M., Kuik, F., Lis, E., and C. Nickel (2023) “The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes,” ECB Working Paper Series No 2821 や、Carton, B., and J. Natal (2022) “Further Delaying Climate Policies Will Hurt Economic Growth”, IMF blog を参照。

¹¹ 詳細は Attinasi, M., Boeckelmann, L., and B. Meunier (2023) “The economic costs of supply chain decoupling,” ECB Working Paper Series No 2839 を参照。

¹² G. Gopinath (2023) “Three Uncomfortable Truths For Monetary Policy,” remarks prepared for the ECB Forum on Central Banking 2023 を参照。

もしれない、③インフレ率が目標を若干下回っている程度の時には、失業率を自然失業率以下に継続的にとどめる姿勢には慎重であるべきであり、また財政支出他のショックが加わった場合には予防的な引き締めを考える必要があるかもしれない、と述べている。これは何も IMF だけの考え方ではなく、先進諸国に広がってきていて、例えば Powell FRB 議長も¹³、今月に入って、供給ショックと逼迫した労働需給とが合わさると広範囲なインフレに繋がることを認めたとうえで、供給ショックが長く続くと、インフレ期待を引き上げるリスクがあるので、金融政策は look through せずに、リスク管理の観点から引き締めるべき、と政策思想を転換している。

こうした最近の金融政策思想の変遷の延長で考えると、日本銀行も、一旦物価安定目標を達成した後は、目標を少しでも下回るなら極端な緩和を行うという政策思想は採らなくなると筆者は考えている。国民にとっても、CPI が短期的に 2%から例えば 1%に低下したら困るということはないだろう。日本銀行がリセッション時にのみゼロ金利や非伝統的緩和政策を採ると想定すれば、CPI が目標を少しでも下回れば大規模緩和を行うことにはならず、長期金利がゼロ近傍となるような極端なことにはならないだろう。そうであれば、10年長期金利も前述したように、極端に 0%に近づく可能性は、大きなリセッションに陥る事態にならない限り、小さいと考える方が適切であろう。

¹³ J. Powell (2023) "Opening remarks," remarks prepared for "Monetary Policy Challenges in a Global Economy," a policy panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference を参照。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。