

経済を読む眼

日銀が仮に behind-the-curve 姿勢を長く続ける場合の副作用¹

2024 年 3 月 26 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

エコノミスト 関東享佑

要旨

1. 日銀は、3 月会合でイールドカーブ・コントロールの枠組みとマイナス金利政策を撤廃した。日本経済は今後、2%以上のインフレが暫く続くと共に、年央以降に実質賃金がプラスに転じ、成長を持続すると展望される。同時に、日銀は当面、緩和的な金融環境を続ける姿勢を明示している。しかし、金利に実効下限制約がある中で金融緩和を前借りしてきたにも拘らず、政策正常化のスピードを極端に遅くすると、前借りを返せない。
2. 実際、様々な政策ルールで政策金利の現状をみると、日銀の金融政策はかなりの behind-the-curve になっており、日銀が緩和環境を長く継続するのであれば、この状況が長く続くことが含意される。
3. 日銀が仮に behind-the-curve の姿勢を長く続ける場合、日本では高圧経済が続くことになり、インフレ率が上振れても日銀が対処できるのかもしれないが、資産価格がバブル的に上昇するリスクは否めない。
4. さらに、米国で大幅な利下げまでは見込まれない一方、日本で正常化のスピードが相当遅くなると、円安に歯止めがかからないリスクもある。経済が完全雇用状態に至っても円安が続く場合、交易条件の悪化が消費を抑制するリスクがある。
5. 金利が存在する経済を数十年にもわたって経験していない日本企業の金利感応度には不確実性があるだけに、日銀が政策正常化を慎重に行うことは理解できる。しかし、それでも、世界経済にショックが来ないという想定の下では、ある程度コンスタントに、最終的には少なくとも 1%を相応に超える水準まで利上げを行うことが適切であろう。
6. 日銀もイールドカーブ・コントロールの枠組みとマイナス金利政策の撤廃時に金利の過剰反応を防いだ後は、徐々にそうした姿勢に転換していくと想定されよう。

¹ 本稿は、2024 年 3 月 22 日現在のデータに基づいている。

1. はじめに

日銀は3月金融政策決定会合に於いて、2024年度の大幅な賃上げ率での労使交渉妥結や中小企業へのヒアリング情報等を材料に、2%の物価安定目標を安定的・持続的に実現することが見通せる状況に至ったと判断し、イールドカーブ・コントロール（以下、YCC）の枠組みとマイナス金利政策の撤廃に踏み切った。インフレ率の上昇が続いていることに加え、現在はやや弱い経済成長も、実質賃金が年央以降にプラスに転じると予想されるので、しっかりとしたものになっていくと見込まれる。名目GDPがプラスの成長を続ける状況で日本経済が活性化されること²に、いよいよ期待を持てる状況になった。

日銀は同時に、金融市場に不連続が生じることのないよう、当面は緩和的な金融環境を継続することを明示している。この「緩和的」とは、理念的には政策金利を名目中立金利よりも低くすることを指しているので、利上げを行うこと自体を否定するものではない。しかし、日銀は現在の情勢判断を前提とすればゆっくりと進めていく、との判断を示している。日銀のこうした発言からは、（日銀は否定するかもしれないが）マイナス金利を解除後も *behind-the-curve* 姿勢を維持し、2%の物価安定目標を確実に達成しようという姿勢が窺われる。こうした姿勢を反映して、債券市場では、年内に0.25%まで1回利上げしたら、2年先でもあと1回0.25%-pt利上げするかどうかもわからないとの慎重な見方が多い。

しかし、そうであれば、インフレ率を考慮すれば実質金利はかなりのマイナス幅を長期間続けることになり、日本経済の定常状態との間にはかなりの距離があることを意味する。そこで本稿では、マイナス金利政策・YCC枠組み撤廃後の政策正常化のペースについて、日本経済の現状を基に、*behind-the-curve* の姿勢を長く続けることが適切なのか、それとも問題が発生し得るのかという観点から考察する。

2. 日銀の金融政策の現状

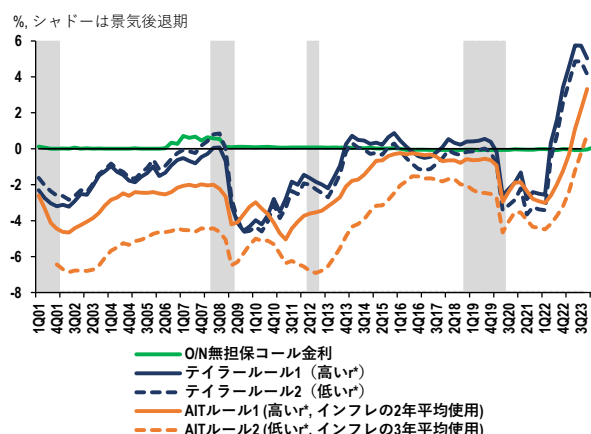
（1）政策ルールからみた評価

まず、日本の金融政策の現状を、一つのメルクマールとして各種政策ルールと現在の政策金利を比較することで、評価してみよう。日本では自然利子率が若干のプラスとの見方から若干のマイナスとの見方まで、意見が分かれている。そこで、各々の推計結果を用いて、テイラールールを計算した。

² 鶴飼博史・丸山泰斗・関東享佑 (2024)「日本のインフレ率はゼロよりもプラスが望ましい積極的な理由」経済を読む 眼第20回、科学技術振興機構を参照。

テイラールールは、資産価格や為替レートを採り入れていないといった課題があるほか、自然利子率のみならず需給ギャップにも誤差が含まれることは念頭に置く必要があるだろう。しかし、そうした誤差を念頭に置いたとしても、政策金利をテイラールールからあまりにも長く乖離している時には、政策金利が本来あるべき姿から乖離し過ぎていないかを考えさせるとともに、少なくともこれで経済が本当にうまく制御されるのかを確認するシグナルになる筈だ。そうした視点から計算結果をみると、自然利子率が若干のプラスとみるか（テイラールール 1）、若干のマイナスとみるか（テイラールール 2）によって幅があることを考慮に入れても、テイラールールは現在、政策金利との乖離が 4~6%-pt もあり、2000 年以降に 1 度もみられないほどの大幅なプラス方向への乖離が示唆されている（図表 1）。ここまで乖離が大きいと、自然利子率や需給ギャップに計測誤差があるとしても、大きな乖離との判断自体は揺らがないだろう。

図表1：日本のテイラールール、平均インフレ目標ルール（コアコアCPIベース）と政策金利



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 (4Q23はJST推計)
 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1では r_t^* はHolston-Laubach-Williams (2023)型の推計 r^* , テイラールール2及びAITルール2では r^* は今久保・小島・中島(2015)の推計を使用。出所: Taylor (1993), Holston-Laubach-Williams (2023), 今久保・小島・中島(2015), 日本銀行, 内閣府, Macrobond, JST推計

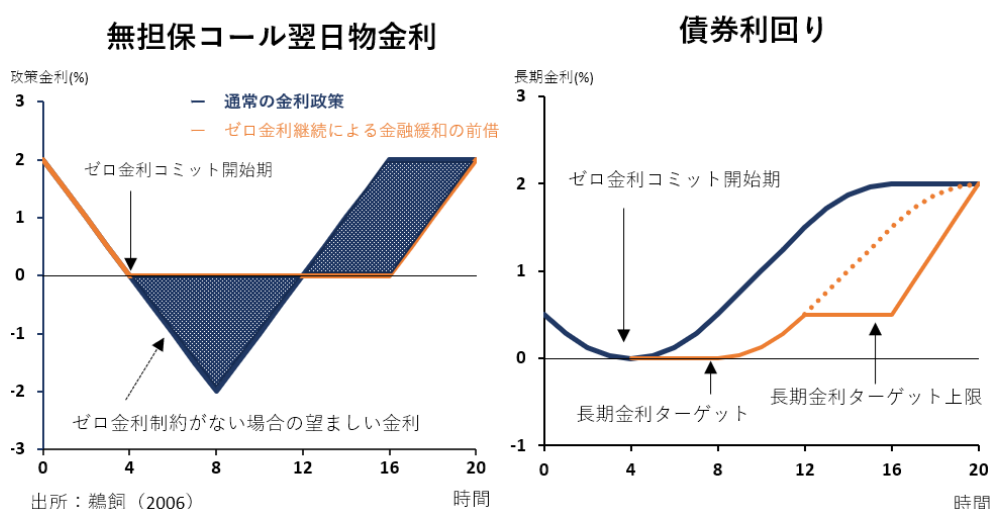
さらに、2021 年の「点検」で日銀が紹介した、過去 N 年間の平均インフレ率と物価目標の差が政策金利を決定するとの前提で設定した平均インフレ目標ルール（以下、AIT ルール）も 2 種類示している。このうち 2021 年時点では、(a)日銀は自然利子率が +0.5% の場合は、過去 2 年間の CPI 上昇率の平均（図表 1 の AIT ルール 1）を、(b)自然利子率がより低い -0.1% の場合は、過去 3 年間の平均を参照する（AIT ルール 2）ことで、中央銀行の損失関数が最小化される結果になったと紹介している。実際には世界的なエネルギー価格高騰とコロナ禍以降のサプライチェーンの歪みや de-risking が物価を押し上げ、更にはフィリップス曲線の傾きが以前よりもスティーブになった可能性があるとの認識がみられる中で、インフレ率の実績が十分高くなるまで金融緩和を続けることで高インフレを招いた米国の経験に鑑みても、現在の日銀がここまで backward-looking な政策ルールを注視しているとは考えにくい。しかし、それ程までに政策正常化に慎重なルールでみても、政策金利は、過去 2 年間の CPI 上昇率をみる場合には 3% 以上、過去 3 年間平均の場合でも 0.8% 程度であり、今後更に上昇することも示唆されている。

こうした各種ルールと現在の政策金利の乖離幅は、仮に今後インフレ率が再び 0% に向かうと予測されているならば正当化される。しかし、2% のインフレ目標の達成が見込まれると判断すると、その確度が高まるにつれ、現在の政策姿勢はかなりの behind-the-curve との認識に、非連続的に変わる。

(2) 金利の実効下限制約下での金融緩和策は最終的に正常化で帳尻合わせ

金融政策理論で考えると、そもそも、金利が実効下限制約に直面すると、たとえテイラールールが幾ら大幅なマイナス金利を示唆しても、実際には金利の0%以下への大幅な引き下げには制約がある。このため、ゼロに近い政策金利を長く続けると約束することで、将来の緩和を前借りする。日銀は小幅のマイナス金利政策とフォワードガイダンスの組み合わせでそれを実現してきた。こうした政策スタンスを民間に予め信用させることができれば、長期金利がこうした将来の短期金利の経路を予め織り込んで低下するので、一段の金融緩和効果を生み出せる訳だ。日銀はこれに加えて更に長期金利を低位に直接コントロールしてきた。その後、金融緩和が景気・物価を著しく過熱させないところで、平時における中立金利水準に戻すことになる。この中立金利は、誤差はあるが概ね2%程度（自然利子率<誤差はあるが概ね0%近辺>+趨勢インフレ率<物価安定目標2%に向かう>）とみられるので、政策金利をこの水準に向けて上げていくことになる³。図表2は筆者が過去に描写したゼロ金利政策コミットメント⁴の効果に、YCCを組み合わせた概念図である。これまでのマイナス金利も-0.1%なので、概ね0%金利へのコミットメントと簡略化して示してある。この政策では、一旦現在の金融緩和政策を解除したら、粛々と正常化することが必要になる。概念的には、無担保コール翌日物金利がオレンジの線に沿って上昇するのであれば *behind-the-curve* であるとは言えないが、利上げのタイミングがこのオレンジ線以上に後ずれしたり、利上げのペースがこれよりもなだらかになれば、*behind-the-curve* になる。

図表2: ゼロ金利制約下のゼロ金利コミットメントとYCC：概念図



³ この点の詳細は、鶴飼博史(2023)「日銀のYCC・マイナス金利政策解除後の金利を展望」経済を読む眼第17回、科学技術振興機構を参照。なお、日銀は2016年以降、マイナス金利とイールドカーブ・コントロールを採用したが、ここでは簡単化のためにゼロ金利として示す。

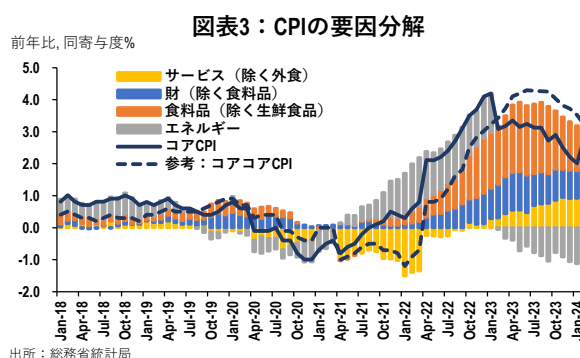
⁴ 鶴飼博史(2006)「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」金融研究第25巻第3号、日本銀行を参照。

日銀が、マイナス金利政策の解除後も当面は緩和的な金融環境が続くと示唆しているので、当面はこの考え方よりも **behind-the-curve** を続けることになる。これは、長く続いた超低金利から脱却する上で、金融市場を動揺させないための策としては理解できる。日銀はその先については自由度を持っている訳であるが、もしも日銀がこの考え方を当面にとどめずに長く続ける場合には、CPIは2%以上、実質金利も-2%程度ないしそれ以上のマイナス幅、という状況が長く続くことになる。定常状態では実質金利=自然利子率となり、更にインフレ率が2%をオーバーシュートする見通しの際には、更にその物価上昇率の上振れ分以上に金利を上げる必要がある（テイラー・プリンシプル）。しかし、日銀の緩和継続の考え方が長引く場合には、実質金利<<自然利子率という状態が長く続くことになる。

3. 日銀が現在は意図的に behind-the-curve 姿勢を続ける背景

ここで、日銀が意図的に **behind-the-curve** の政策姿勢を今後も採る可能性がある背景を考えてみたい。まず第1に、そして最も大きな背景として、日銀としては金融政策正常化のペースが遅過ぎるリスクより早過ぎるリスクの方が大きいと、依然として認識しているであろうことが挙げられる

⁵。輸入物価上昇率がピークアウトするにつれて、インフレ率もピークアウトしており、確かにインフレ率に加速感は窺われていない（図表3）。日銀は、現時点で2%の物価安定目標の実現が見通せたとは言っても、実現したとは判断しておらず、不確実性があると考えするという意味では、これまでのところは一理ある判断であろう。内田副総裁は、この観点から、日銀の政策は **behind-the-curve** ではないと述べている⁶。



第2に、それとも関連するが、2000年のゼロ金利解除、2006年の量的緩和解除とその後の2回の利上げのいずれも、その直後に米ITバブルの崩壊や米GFC等が発生してそれ以上進めることができず、とりわけ2000年のケースでは量的緩和政策を導入する契機になった。理由がどうであれ、世間からは失敗と受け止められがちであり、日銀には今度は失敗できないというプレッシャーが強いと考えられる。一旦マイナス金利を解除しても、中央銀行の主観的な損失関数を考えた時に、今後、物価安定目標を下に外す方が上に外すよりも大きな損失を感じるということだろう。

⁵ 植田総裁は、2023年4月の就任以来、折に触れてこの判断を示している。

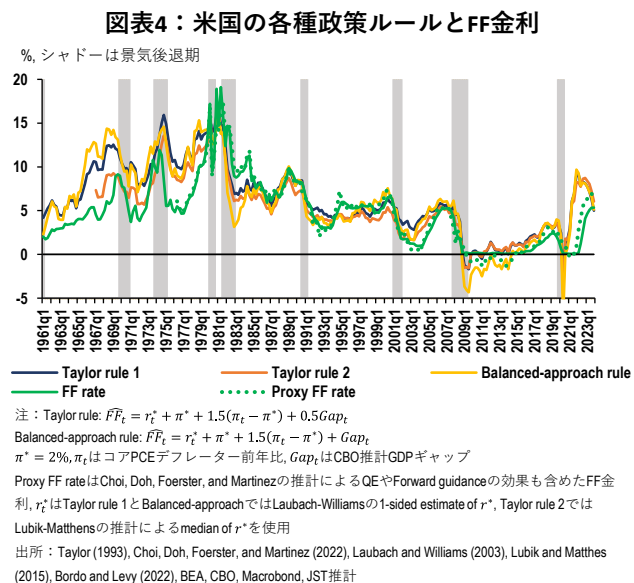
⁶ 内田副総裁(2024)「最近の金融経済情勢と金融政策運営」奈良県金融経済懇談会における挨拶を参照。

問題は、日銀が YCC の枠組み及びマイナス金利政策を撤廃した後も behind-the-curve を長く続ける場合、副作用が大きくなるか、にある。

4. Behind-the-curve を長く続けると副作用のリスクを無視できない

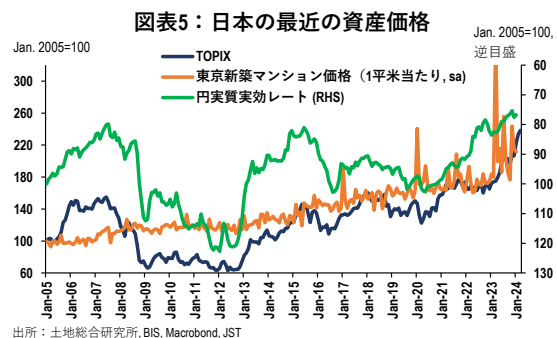
(1) 高圧経済による歪みの発生

先程、日本についてテイラールールをみた。同様の手法を用いて米国をみると、インフレ率が高くなっても behind-the-curve を長く放置して 2022 年 3 月まで利上げを開始しなかった結果、1970 年代末以来の高インフレに見舞われた Fed の例は、日本にも参考になろう。米国の政策金利を、Fed が実際に明示しているテイラールールと、それよりも実体経済をより重視する balanced-approach rule の 2 種類の政策ルールと比較した。結果は、Fed が 2022 年 3 月に利上げを開始した時点で、両者の差は実に 8~10% に達していた（図表 4）。その下で 1970 年代末以来の高インフレが発生したのである。



日本におけるテイラールールと政策金利の乖離幅も、現状は4~6%程度と日本としては相当大きいので、このまま緩和的な金融環境が続けば、インフレ率が予想以上に高止まる可能性がある。ただし、日銀はインフレ率見通しが上振れるのであれば、利上げを行うとの姿勢⁷をみせているので、彼らの情勢判断が正しく行われるかぎりにおいては、インフレ率の抑制は十分可能なのかもしれない。

日本企業の価格設定姿勢をみると、かなり積極化したとは言っても、米国企業のようにコスト増をすぐにフル転嫁するには至っていないうえ、2%インフレが日本にアンカーされるまでに根付いたと考えるにはまだ早過ぎるかもしれない。また、日本の現在の経済成長の改善ペースは緩やかである。そう考えると、インフレ率がすぐには加速しないかもしれない。問題なのは、インフレ



⁷ 植田日銀総裁の2024年3月19日記者会見を参照。

率の基調的な上昇が仮にゆっくりだったとしても、極端な **behind-the-curve** を続ければ、そうした高圧経済の影響が今度は資産価格の高騰という姿で現れる可能性があることだ。実際、現在の日本の株価や東京の新築マンション価格等をみると、後述する低金利の持続や円安の進展とともに、既に低い経済成長率の持続期待からは説明できない上昇に至る兆候が、みられ始めている（図表 5）。

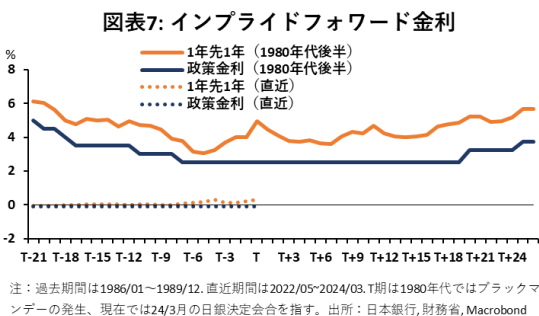
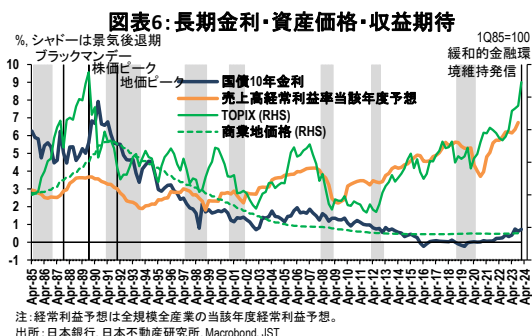
資産価格バブルは、単一の要因によって引き起こされるかはともかくとして、幾つかの重要な要因が複合的に重なり合うことによって、期待の強化と表現されるような化学反応が生じて起こることが多い⁸。一例を挙げると、金利の低位安定が続くと予想される時に、経済成長率ないしは企業収益成長率の期待が高まってくると、発生するリスクが高まるようだ。日本では 1987 年に日銀が金融緩和の転換を図ろうとしていたところにニューヨーク株式市場の大暴落（ブラックマンデー）が発生し、プラザ合意以降の円高への世間の恐怖感も手伝って、日銀は以後 1989 年まで利上げできなかった。資産バブルは、この間に長期金利が上昇しなくなったことに端的に表れていたように、低金利の永続幻想が生じたことに後押しされ、企業の増益期待が強まり、株価がそれ以上に大きく上昇する形で発生した（図表 6）。

現在の日本は、1980 年代後半にみられた、経済の好パフォーマンスの持続、国際的な日本のプレゼンスの拡大、日本産半導体の世界的な席捲や日本的経営の成功、国際金融センターとしての東京のプレゼンス拡大、に支えられた「日本としての自信」⁹ のようなものがみられないほか、金融機関への規制・監督が厳しくかつきめ細くなっていることや、コーポレートガバナンスの進展等の点で大きく異なっているのは事実である。株価は当時と並ぶペースで上昇し、株価水準も当時のピーク並みになっているが、企業の収益率も当時より上昇しているので、これまでのところは急激な株価上昇もこうした収益率の改善で説明をすることも可能だろう。地価も 1980 年代とは比べるべくもない低さである。

しかし現在も、デフレ経済からインフレ経済に転換したことで株式市場参加者が日本経済・企業の先行きに対して自信を深めているほか、企業の収益成長期待は更に強まっている。また、東京のマンション等には高騰がみられ始めている。さらに、企業の積極的な賃上げの実現によって、景気の拡大も続きそうである。そうした中でも、市場は政策金利が 2 年後でも 0.3% 程度までしか上昇しないとの見方を織り込んでおり、日銀が緩やかな金融環境を維持するとの期待は 1987 年～1988 年を彷彿とさせるものがある（図表 7）。その結果、企業収益や日本経済の先行きへの期待が更に強まる場合には、将来、資産バブルが発生するリスクも念頭に置く必要があろう。

⁸ バブルがなぜ生じるかを論じた文献としては、例えば、香西泰・白川方明・翁邦雄 (2001) 「バブルと金融政策—日本の経験と教訓」 日経 BPM を参照。

⁹ このコンセプトについては翁邦雄・白川方明・白塚重典 (2000) 「資産価格バブルと金融政策：1980 年代後半の日本の経験とその教訓」 金融研究第 19 巻第 4 号、日本銀行を参照。



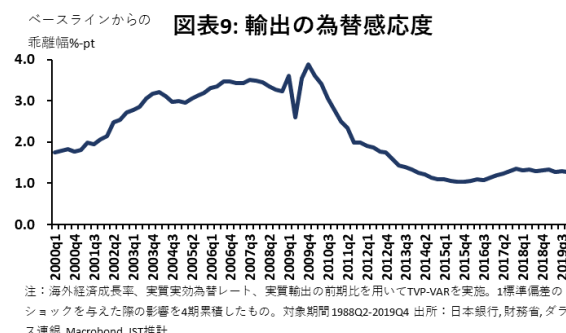
(2) 円安の副作用

これ以外にテイラールールが明示的に考慮していないリスク要因として、為替レートの変動が挙げられる。ドル円相場は、様々な要因によって決まるものではあるが、この20年以上の間、日米間の2年、10年といった国債金利の格差に強く影響される傾向がみられてきた(図表8)。日銀がYCCの枠組み及びマイナス金利政策の撤廃をしても、長期金利の上昇が僅かである。一方Fedは、3月20日のFOMCでは金利ドットの2024年利下げ回数が3回に維持され、パウエルFRB議長もインフレ基調の判断を変えていないとしてハト派的な見方を維持していた。しかし、今後のインフレ指標の動向によっては、市場が期待しているよりも、利下げを遅らせるか、あるいは下げ幅を縮小する可能性があり、日米長期金利差は市場の期待ほど縮小しない可能性がある。日銀がマイナス金利解除後も短期政策金利を殆ど引き上げずに緩和的な金融環境を醸成することにコミットすると、円高に戻らない可能性も出てくるだろう。

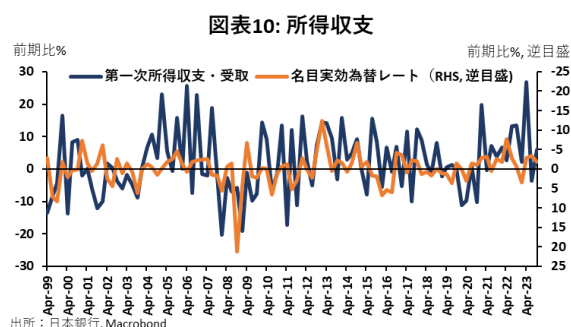


さて、円安は、原則的には日本経済に短期的にはプラスの効果を及ぼすものだ。内閣府をはじめとして、日本のどの短期マクロ計量モデルをみても、円安には主として輸出の増加を起点とした景気・インフレの押し上げ効果が認められる。しかし、このところこのプラス効果が弱くなっている。

この点を確認するため、まず、実質輸出と円レートの連動性について定量的に検証すべく、海外経済成長率、円の実質実効為替レート、実質輸出の3変数の前期比からなる TVP-VAR（時変パラメーター多変量自己回帰モデル）を推計したところ、為替レートのショックに対する輸出の感応度は、2000年代半ばにかけて高まったものの、GFC以降に急低下し、最近では2000年代初頭の水準をも下回るなど、為替レートによる影響を受けにくくなっていることがみとれる（図表9）。これは、日本企業の輸出がより付加価値の高い財にシフトしているため、シェア獲得のための価格競争に巻き込まれず、価格支配力を発揮して為替変動の影響を為替マークアップで吸収する傾向が強まったためと考えられる。



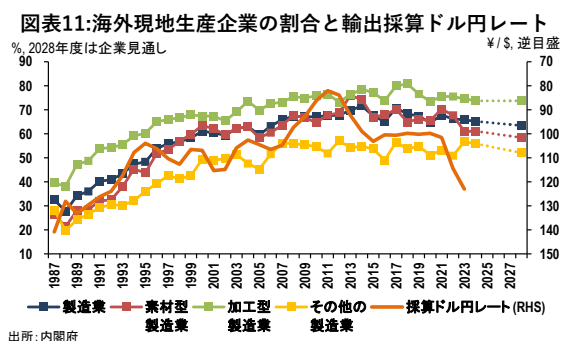
その一方、輸出企業は輸出価格の上昇によって収益が増加している。また、日本企業の海外への進出が進んだことによって、海外での売り上げや配当金を国内に還元する第一次所得収支も増加している。この第一次所得収支は為替レートとの連動性が高く（図表10）、円安になるとこうした所得を円建てに変換する際に利益が出る。本収支は、実際には日本に還流していないものも含まれているが、それでも日本のグローバル企業が連結決算で増益になる場合、国内の投資・雇用を活発化させることで、日本経済にとってやはりプラスになる可能性がある。



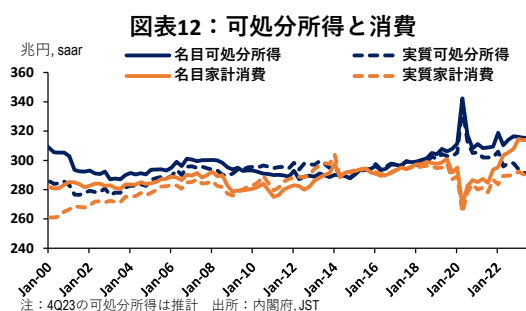
しかし、輸出数量の伸びは企業の期待成長率を押し上げ易いのに対し、こうした交易条件の改善に伴う収益増は、少なくとも当初は一時的な収益押し上げ要因とみなされ易いため、設備投資に対して影響を与えにくいことが実証されており、総じてみれば円安が日本経済にもたらすメリットは小さくなっているとみていいだろう¹⁰。

¹⁰ 加藤直也・川本卓司 (2016)「企業収益——企業はなぜ設備投資に慎重なのか？——」日銀レビュー2016-J-4、日本銀行を参照。彼らはこの結果が得られた理由を、輸出数量面の改善は設備稼働率の改善を通じて、実質期待成長率の上昇（生産能力の拡大意欲）に繋がり易いのに対し、価格面の改善は、少なくとも当初は一時的な収益押し上げ要因と認識され易い、としている。

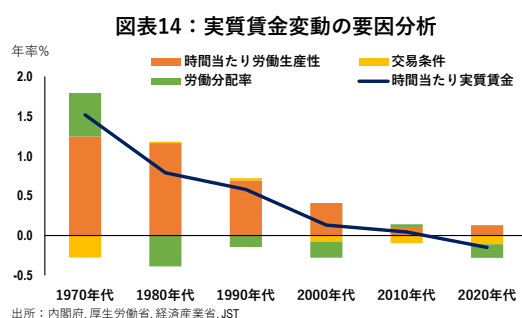
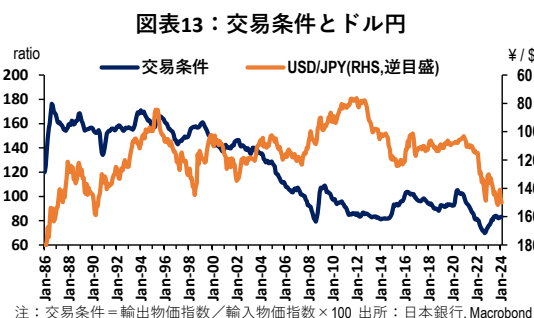
この間、円安には日本企業の生産拠点の国内回帰を促すという日本経済にとってのメリットもある。実際、本年の企業アンケートをみると、海外で現地生産を行う企業のシェアが、今後、わずかではあるが減少する見込みになっている（図表 11）。しかし、日本企業は数年前から海外現地生産シェアを高めなくなっているうえ、同じアンケートで輸出企業の採算円レートをみると 123.0 円であり、現在ほどの円安でなくても、輸出企業は採算が採れ、海外に生産を移さざるを得なくなることはない。



しかし、完全雇用状態に至ってもなお円安が続くと、日本経済にとっては、今度はマイナス面が目立ってくる。例えば日本の消費は名目ベースではかなり伸びているが、物価の上昇が家計の実質所得を損なっている（図表 12）。家計の名目消費は既に名目可処分所得の水準並みまで増加しているので、これ以上名目消費を増やすのは賃金のバックアップなしにはなかなか難しく、実質ベースでみれば家計は消費を増やしにくい状況にある。



円安は、こうした状況を悪化させている。ドル円レートと交易条件の間には、常に一定の関係があるとは言えないにせよ、それでも 2022 年のロシア・ウクライナ戦争開始を契機としてエネルギー・食料品の輸入価格が上昇し、高止まりしているところに円安が加わったことから、交易条件の悪化に拍車がかかっている（図表 13）。このため、家計の実質賃金も最近では 1970 年代に次ぐ規模で、交易条件の悪化によって損なわれており、これが消費を減退させている（図表 14）。この状況を打開するには、賃金を大幅に上げて労働分配率を上げることと、円安に歯止めをかけることが必要となる。



3月15日に明らかになった2024年度の春闘の第2次交渉結果をみると、ベアは3.64%と、30年振りに高くなった前年を更に1.5%-ptも上回る高い伸びで発進した。賃金上昇率はCPI上昇率と労働生産性上昇率の和で表わせ、労働生産性上昇率は最近は平均的には0.5%にも満たないので、賃金上昇率が3.6%程度となれば、3%以上のCPI上昇率と整合的となり、2%の物価安定目標を持続させるには十分過ぎる賃金上昇率とみることができよう。今後、中小企業の妥結が進めば、ベアは第1次集計結果よりも若干低下するとしても、大きな傾向は変わるまい。そうであれば、このベアが実際の賃上げに浸透するとともに、本年央以降には、実質雇用者報酬がプラスに転換すると考えられる。しかし、円安によって交易条件の悪化が続けば、こうした所得の好転が減殺されることになる。

5. おわりにかえて

日銀は3月の金融政策決定会合において、YCCの枠組みとマイナス金利政策を撤廃したが、その後も利上げを行うとしても当面は *behind-the-curve* の姿勢を維持し、緩やかな金融環境を継続させる姿勢をみせている。金融政策正常化の過程では、金融緩和時に緩和を前借りしており、一旦正常化に向かう際には、金融引き締めを極端に遅くすると、金融緩和の前借りを返せない。しかし、日銀のこの姿勢がもしも今後長く続くのであれば、経済の過熱によってインフレ率が上振れる見通しになれば日銀が対処できるのかもしれないが、資産価格が経済ファンダメンタルズを上回る大幅な上昇をみせたり、円安の進展による副作用が発生する可能性を否定できないだろう。

したがって、日銀は物価安定目標の達成が視野に入った以上、政策正常化をあまり遅らせて副作用を大きくすべきではないだろう。現在、米国も高金利の下であっても経済成長率の減速が予想以上にマイルドであり、リセッションに陥る確率が大幅に低下している。金利がついている経済を数十年にもわたって経験していない日本企業の金利感応度には読めない部分があるだけに、金利の正常化を慎重に行うことは理解できるが、今後、世界経済に負の大きなショックが来ず、物価安定目標の持続的・安定的な実現をほぼ確信できるようになった場合には、当面様子を見た後、ある程度コンスタントに金利を引き上げることが適切と考えられる。最終到達点としての中立金利は誤差を伴うものの概ね2%程度であろうが、インフレ期待が他の先進国ほど強くアンカーされていない点を割り引けば、少なくとも1%を相応に超える水準まで利上げを行うことが適切であろう。日銀はYCCの枠組み及びマイナス金利政策の撤廃時にリスクとして認識されていた金利のオーバーシュートを防いだ後は、徐々にそうした姿勢に転換していくと想定されよう。

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）。

丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022年11月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

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利用し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。