

経済を読む眼

日本銀行の今後の利上げを展望する¹

2024 年 8 月 30 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

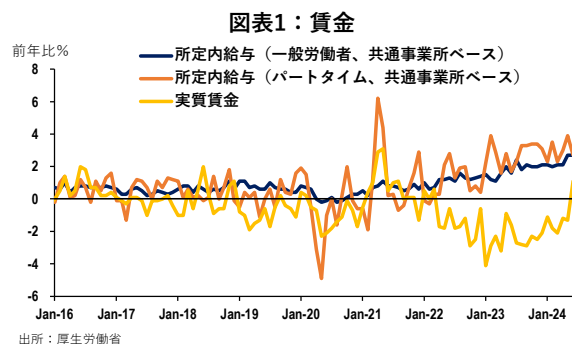
要旨

1. 円高・株価急落の混乱で、日銀の次の利上げは後ずれリスクが大きい。
2. 日銀の 7 月利上げは市場が意識するような政策反応関数の変化ではなく、これまでの政策反応関数が他中銀と異なり極度に緩和的であったため、見通し達成の確度が高まるにつれて利上げを行う姿が顕在化したもの。円安の影響の考慮を強めたとは言え、これまでの説明から逸脱してはいない。
3. 円安進行後の急激な円高は物価の上振れリスクを軽減した。急落した株価は既にそれ以前の株価に近付いており、家計消費への影響は限定的。
4. 経済のリスクは、上振れ側には賃金と物価の好循環があるが、これは物価にとっての上振れリスクであっても、企業・家計の活発な活動を引き出す力に大きな期待まではできない。実体経済にとってより重要なのは、実質所得と生産性の好循環であろうが、これは端緒についたばかりである。下振れ側には、海外経済の減速の程度や米国大統領・議会選挙の帰趨とその影響という不確実性や、日米における中銀と市場の攻防次第での市場の更なる不安定化リスクがある。
5. 次回利上げは、10 月からのサービス業の価格改定の動向を確認後、中小企業の動向を日銀支店長会議等で確認し、来年 1 月の可能性が考えられる。
6. その後の利上げを考える上では中立金利水準が鍵。計測誤差は大きいですが、自然利子率が 0%前後、インフレ率の趨勢を加えた中立金利は 1.5~2%とみておきたい。実際にそこまで利上げできるかは内外の経済情勢次第。
7. 2%の物価安定目標を一旦達成したら、その後は弾力的な運営が望ましい。プラス・インフレに経済的メリットはあっても 2%でなければならぬ訳ではなく、2%のメリットは金融緩和のための糊代確保が大きいからだ。

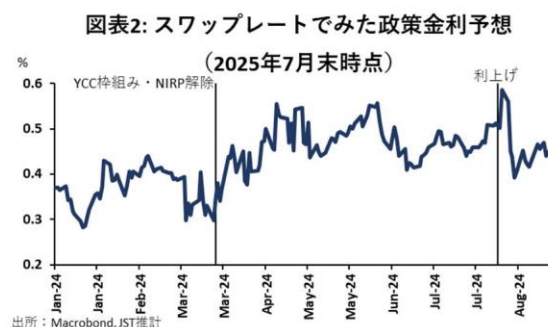
¹ 本稿は、2024 年 8 月 28 日現在のデータに基づいている。

1. はじめに～日銀の利上げは間違っていたのか？

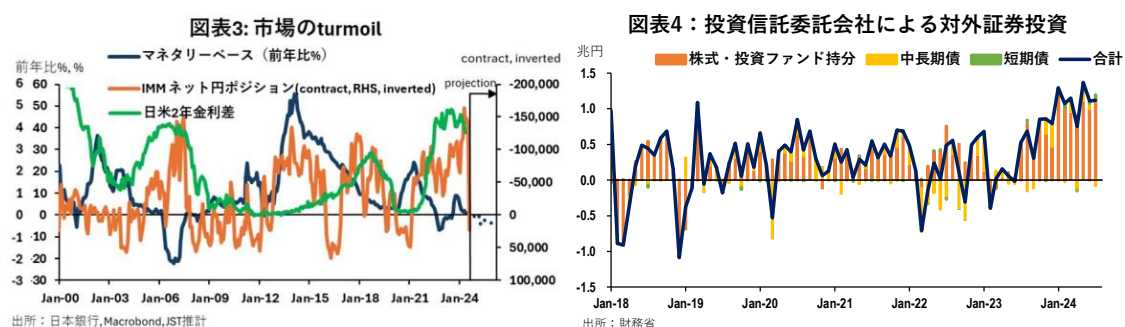
日銀が7月31日、国債購入額の減額プランのみならず、政策金利の0.25%への利上げも決定したことに、市場からは驚きの声も聞かれた。これは、経済・物価が日銀の見通し通りに推移していることと、円安が物価の上振れリスクになっているとの判断に基づいて行われたものである。さらに、これが運悪く米国経済の急減速への恐れが市場に生じたことと重なり、ドル円相場は金融政策決定会合前の154円程度から既に前週末（8月2日）に147円程度まで低下していたところから、8月5日に一時は141円まで急低下すると共に、日経平均株価は前週末比4,451円（12%）安の3万1,458円まで売られる歴史的な大暴落を演じた引き金の一つになった。しかし、その後判明した日本の経済データでは6月の実質賃金がプラスに転換したほか、2Q24の実質GDPが前期比年率3.1%と市場の予想を上回る伸びとなって1Qの実質GDPの落ち込みを取り返したことからみて、日銀の見立ては間違っていなかったことが判明している（図表1）。その意味で、7月の利上げは経済データを確認しながら進めるという市場を納得させやすい形での利上げではなかったが、間違っていた訳ではないだろう。今回の株価急落が「令和のブラックマンデー」と呼ばれることもあるが、言い得て妙で、要は何か危機が来た訳でもないのに、歴史的な日本株の下落が生じた訳だ。



それでも、日銀が経済データの確認前に利上げに踏み切ったことや、植田総裁が同日の記者会見において「経済・物価見通しが達成される確度が高まるにつれて段階的に利上げしていく」という考え方を強調したところ、市場が一時日銀の利上げ姿勢を強烈に織り込んだことが、市場の上記 turbulence を生む一つの要因になったと言われている（図表2）。日銀のこのロジックは、植田総裁がこれまでも折に触れて説明してきたものであり、利上げに対する姿勢を大きく変えた訳ではないのだが、これまでバランスを取るようにハト派的な政策運営姿勢も併せて説明してきたのが、今回はそうしたオブラートがなくなったことと、円安の日本経済への影響に関する考え方が徐々に変遷していったために、市場は日銀が変節したとみなして過敏に反応することになったようだ。今回の市場の turbulence は冷静に考えると米国の景気後退懸念の方が主役であろうが、このように日銀の姿勢に関して、特に海外投資家の認識が変わったことも大きく影響したようだ。後者を敷衍すると、これまで日銀が流動性を過剰に供給していたことに加え、昨年末以来折に触れて日銀が引き締めへ逡巡



しているようにみえたことから、市場に日銀の政策反応関数が経済・物価情勢の好転に対して極めてゆっくりとしか反応しないという認識が長い時間をかけて植え付けられた。そこへ、日銀もこれまでのペースで流動性を供給しないことを明らかにするとともに、これからも利上げを続けていく姿勢を示したことで、これまで安心してポジションを円キャリートレードに傾けていた投資家が慌ててポジションを解消したようである（図表 3）。一方、投資信託委託会社による対外証券投資は、新 NISA の導入によって本年に入り膨らんでおり、これが円安、海外株高の一因として機能し続けている（図表 4）。



日銀は結局、内田副総裁が市場の早期利上げ懸念を打ち消すことで収拾を図らざるを得なくなり²、市場の利上げ期待も急速に鎮静化した（前掲図表 2）。但し、こうした市場への配慮は、利上げのタイミングを左右する要因ではあっても、利上げを否定する要因ではない点に注意したい。実際、国会閉会中審査（8 月 23 日）においても、植田総裁は、金融市場の動向、経済・物価の見通しとリスクが見通しに及ぼす影響、7 月利上げの影響を見極めつつ、経済・物価が日銀の見通す姿の通りに実現する確度が高まれば、金融緩和の度合いを調整していくという基本的な考え方に変化はないとの姿勢をみせている³。以上を踏まえ、本稿では、今後の日銀の利上げの道筋を考察する。

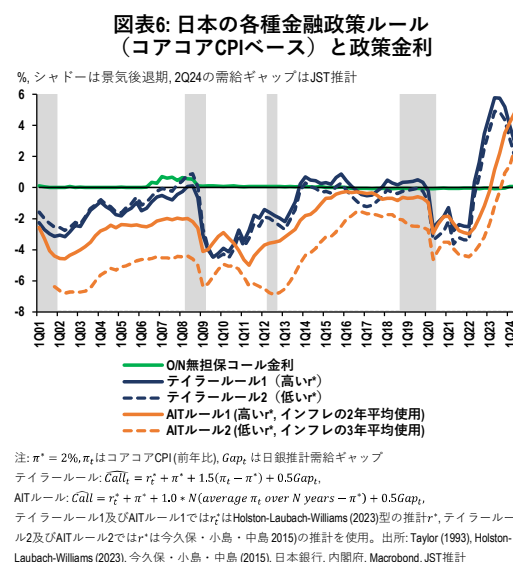
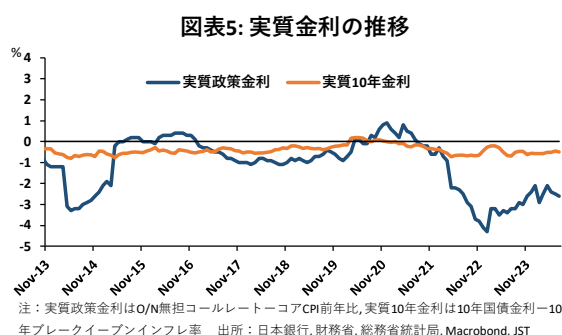
2. 日銀の政策反応関数はこれまでが特殊だった

今回、日銀の政策反応関数が、円安の進展を気にするあまり変わった、という市場の評価を聞くことが多い。しかし、そうではなく、日銀のこれまでの政策反応関数が経済実勢よりも極度に緩和的だったので、これを段階的に戻す必要があったと理解す

² 内田副総裁は、8 月 7 日、「最近の金融経済情勢と金融政策運営」において、「内外の金融資本市場の急激な変動がみられるもとで、当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要があると考えています」と強調した。

³ 氷見野副総裁も、8 月 28 日、「最近の金融経済情勢と金融政策運営」において、「金融資本市場は引き続き不安定な状況にあり、当面はその動向を極めて高い緊張感をもって注視していく必要があります」としつつも、「わたしどもの経済・物価の見通しが実現する確度が高まっていく、ということであれば、金融緩和の度合いを調整していく、というのが基本的な姿勢です」と述べ、植田総裁と同様の姿勢を改めて示している。

べきであろう。まず、政策金利と10年長期金利を実質ベースでみると、イーロドカーブコントロール付き量的質的金融緩和を解除した後も、金融環境は大幅な緩和を続けていることが見て取れるだろう（図表5）。また、テイラールールや日銀がかつて推奨していた平均インフレ目標ルール（以下、AIT）といった政策ルールを試算すると、政策金利は2%程度の水準にあるべきであることが示唆される（図表6）。実際の政策金利が非常に低いままなのは、CPIが2%を超える状況が2年以上続いているにも拘らず、万が一にも以前のような企業の価格転嫁・賃金設定行動に戻してはならないとして、日銀が相当な緩和を維持し続けたからだ。この点は、昨年の途中まではAIT（前掲図表6参照）にほぼ則っていたとも解釈できるが、現在はそれと比べても日銀の利上げ姿勢はまだ慎重である。したがって、日銀が2%のCPI上昇率を維持できそうだと自信を深めるにつれて、今後粛々と金利を引き上げていくことは自然と言えそうだ。



このように、日銀は2%インフレの持続的・安定的な達成を確固としたものにするために、現在の金利水準が名目成長率の高さに比べて極端に緩和的である点が、先進他国の中銀と相違している。円安が日本の物価に及ぼす影響をリスクとして重視するようになったという面はあったが、最近になって急に利上げに前のめりになった訳ではない。他国は経済の実勢と政策金利が乖離していないので、金融経済指標を見ながら政策調整を進めるが、日本は環境が異なっているため、足許の金融経済情勢の変化だけに必ずしも囚われ過ぎずに粛々と金利水準を調整し続けなければならない訳だ。

市場の一部が期待しているように、仮に日銀が市場に優しく、金利水準の調整を行わずに実質金利が大幅なマイナスのまま放置しておくという方針に転じると、恐らく、経済に歪みが生じる筈だ。具体的には、円安の行き過ぎ、資産価格の上昇、コロナ禍後の欧米程ではないにしてもある程度の高インフレを招来するリスク、が考えられる⁴。

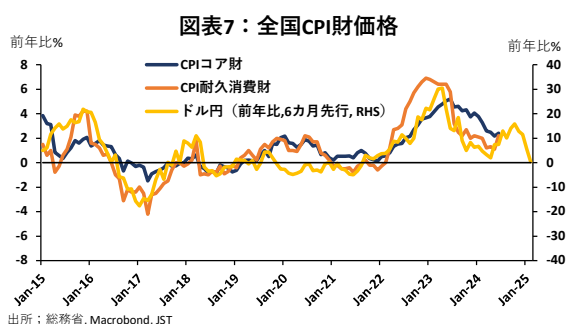
⁴ 詳細は、鶴飼博史・丸山泰斗・関東享佑（2024）「日銀が仮に behind-the-curve 姿勢を長く続ける場合の副作用」経済を読む眼第21回、科学技術振興機構を参照。

日銀が今回利上げを急いだのは、このうち円安の行き過ぎを懸念したとも考えられるが、今後も引き続き **behind-the-curve** 姿勢を長く続け過ぎないようにして、こうしたリスクの芽を摘む必要があるだろう。

3. 円安進展と反転、株価上昇と反転が日銀の政策に及ぼす影響

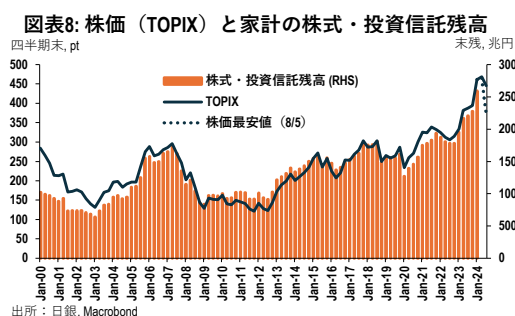
過去には、Fedが利下げ局面に入ると日銀は利上げできなかったが、今回は異なっている。日本経済が米国経済の影響を受け易いことはそれほど変わっていないが、一方で「日米の金利差が若干縮小しても、急激な円高に結びつくことはない」という認識が広がったことが、米国の利下げ時に利上げに踏み切れるようになった一つの要因だろう。つまり、円安傾向が定着してきたことは、結果として日銀の金融政策の自由度をかなり高めたと解釈できる。

今回生じた急激な円高という市場の不安定化は、この認識に水を差すほどのものではないと思われる。むしろ、今回の円高によって、日銀が気にしていた物価の先行き上振れリスクが抑制されたと考えられる（図表7）。



最近の「円安の進展→インフレ率加速→実質所得の低迷→個人消費低迷」は日銀にとって明らかに誤算だった筈だ。しかし、2Q GDPの実質雇用者報酬と実質消費をみる限り、最近になって克服しつつある。そこに、今回の円安調整が加わり、今やこの恐れは和らいだとみて良いだろう。

一方、株価の下落は家計の株式・投資信託残高を変動させるので、資産効果を通じて、家計の消費に影響を及ぼす（図表8）。過去の資産効果の研究結果を鳥瞰すると、資産価値が100円変化すると消費が平均して3円変化している（図表9）。そこで、この関係を用いて今次局面の消費への影響を試算してみると、今回の株価下落の影響は株価ピークから株価ボトムの間だけをとれば大きいものの、昨年末対比でみれば軽微である。しかも、株価は既に市場の **turmoil** 前に近付いており、消費への影響を過度に心配する必要はないだろう（図表10）。



図表9：日本の金融資産効果に関する先行研究

	推計期間	金融資産効果
		価値100円変化時の消費の変化幅(円)
武蔵・河合・佐野 (1993)	1955-1991年	0.0
Horioka (1996)	1955-1993年	2.9
Boone, Giorno and Richardson (199)	1Q79-2Q96	3.8
小川・北坂 (2002)	1980, 1985, 1990年	4.9
Ludwig and Slok (2002)	1Q60-4Q99	4.0
内閣府 (2009)	1980-2006年	3.5
宇南山・古村 (2014)	2012/11-2013/5月	2.2

出所：日銀 (2016年4月)

図表10: 今次局面における個人消費の資産効果(株価最安値日<8/5>、資産効果を資産価値変動100円につき3円と想定)

	ピーク(7/11日)対比	2023年末対比	2022年末対比	標準ケース	1Q24 実績
TOPIX変化率(%)	-24.0	-5.9	17.7	-10.0	
家計保有株式・投資信託残高(兆円)					432.5
名目家計最終消費支出(兆円)					315.8
家計消費変化幅(兆円)	-3.1	-0.8	2.3	-1.3	
1Q家計最終消費支出対比(%)	-1.0	-0.2	0.7	-0.4	

注: 資産効果については先行研究の平均値をとって想定。出所: JST推計

4. 日本経済のリスク判断

さて、日本経済にとって一番重要なことは、経済が先行き日銀の予想通り進むのか、それとも上振れるか、下振れるのか、その際のメカニズムは何か、であろう。

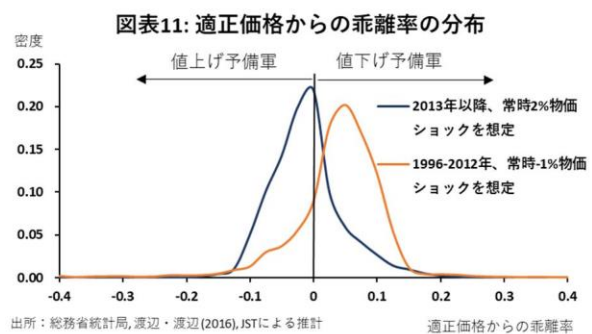
(1) 経済・物価の上振れリスク：重要な好循環は何か？

日本経済は企業の価格転嫁・賃金設定の社会的ノルムが変化しつつあり、名目値こそ変化している。しかし、これから本当に重要となるポイントは、こうした変化に伴って、経済活動の実質値も変化をみせるかであろう。

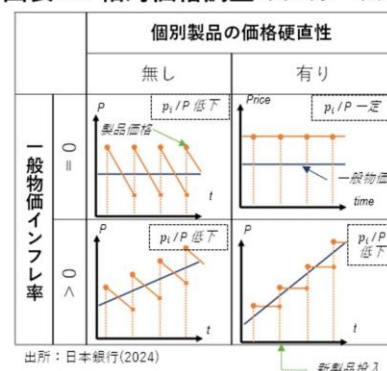
まず、賃金と物価の好循環は、物価の押し上げに寄与し、更には behind-the-curve 姿勢を長く続ければ物価の上振れリスクにもなり得る。しかし、企業・家計の活発な活動をどの程度引き出すか、も考える必要がある。この好循環は、賃金と物価が相乗作用を起こして共に上昇していくメカニズムになる。

それによって、価格が伸縮的になることで、資源配分の円滑な調整が行われ易くなる⁵

(図表11)。また、製品が市場に投入されてから退出するまでの製品ライフサイクルでは、相対的な取引価格が低下トレンドとなることが望ましい。低下トレンドとなるのは、経験蓄積の効果として、新製品投入後、経験の蓄積と共に生産性が向上するためや、ファッション効果として、新製品投入後、時間が経過すると新たに購入する消費者の効用が低下し、需要が減少していくためである。製品価格に硬直性がある場合、一般物価インフレ率が 0%だと相対価格の低下が難しいが、一般物価インフレ率が



図表12: 相対価格調整のメカニズム



⁵ 詳細は、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。

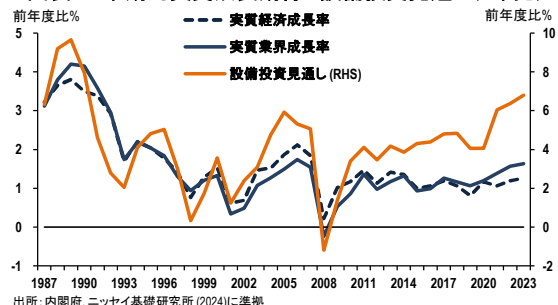
プラスだと相対価格の低下が容易になるというメリットがあり、その結果、プロダクト・イノベーションを選択する誘因が強まる⁶（図表 12）。このように実体経済への好影響を見込める側面はあっても、本来は、社会厚生を規定するのは実質消費概念であり、その背後にあるのは実質の所得であると考え、賃金と物価が同時に上昇することが実体経済に大きな好循環を起こすとは考えにくい。そう考えると、日銀が強調するこうしたメリットはあるのだが、実質の経済成長率を目に見えて上振れさせるには力不足の可能性が高いのではないかと。

むしろ、実体経済にとってそれ以上に重要な好循環は、実質所得と生産性の好循環であろう⁷。実際、企業行動に変化がみられている。第 1 に、企業は賞与ではなくベアを上げるという積極的な賃上げ姿勢を既にみせている。過去に実質賃金を引き下げてきたことが生産性の低迷を生んできたことの裏側として、実質賃金の上昇が生産性を向上させるという因果関係は日本で計測されており、今回これが実際に発生する可能性はあろう⁸。但し、実質所得がプラスに転じたのはごく最近であり、まだ今後の生産性に及ぼす影響は確認されていない（図表 13）。第 2 に、現在の日本経済は、人口減にも拘らず、TFP の上昇によって成長期待が徐々に上昇し始めており、その下で、設備投資を積極的に行う姿勢が強まっている（図表 14）。これによって経済が成長し、企業がそれに合わせて価格マークアップを引き上げ、賃金に分配していけば、第 1 と第 2 の経路が繋がり、好循環を実現できる。しかしこれも、その萌芽はみられているにせよ、経済を上振れさせるためには、この傾向が根付く必要があるだろう。今後この好循環が実現するのであれば、数年単位でみて、日本経済の潜在成長率上昇に裏打ちされた経済の上振れリスクになる可能性がある。

図表13: 日本実質賃金と労働生産性



図表14: 中期的実質成長期待と設備投資見通し(3年先)



⁶ この点の詳細は、Pashigian, P., and B. Bowen (1991) “Why Are Products Sold on Sale?: Explanations of Pricing Regularities,” The Quarterly Journal of Economics, Oxford Journals、Adam, K., and H. Weber (2019) “Price Trends Over the Product Life Cycle and the Optimal Inflation Target,” Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 32/2019、Adam, K., and H. Weber (2023) “Estimating the Optimal Inflation Target from Trends in Relative Prices,” American Economic Journal : Macroeconomics, vol. 15, no. 3、日本銀行企画局 (2024) 「非伝統的金融政策とインフレ予想」金融政策の多角的レビューに関するワークショップ (第 2 回) 提出資料、を参照。

⁷ この点は、早川英男 (2024) 「2 つの『好循環』を考える—求められるナラティブの見直し—」東京財団政策研究所でも主張されている。但し、筆者は賃金と物価の好循環について、同氏ほど否定的ではない。

⁸ これも、詳細は前掲の鶴飼博史・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。

（２）経済・物価の下振れリスク：海外経済・政治や市場環境の不確実性

経済・物価の下振れリスクは、海外経済や市場環境の不確実性に負うところが大きい。ただ、このところ、米国経済のリセッション・リスクが軽減されている一方でインフレ率は着実に減速している。したがって、このタイミングで Fed が迅速かつ大きめの緩和に踏み出すようであれば、米国経済が成長率の急減速を回避できるだけでなく、新興国も利下げし易くなり、2025 年にかけての世界経済にむしろ好影響を見込めるだろう。しかし、まだ米国経済がリセッションに陥る可能性（不確実性）は残っていると看做すを得ず、実現すれば、日本を含む世界経済に大きな影響を及ぼし得る。加えて、米国大統領・議会選挙の帰趨に関する不確実性も大きい。トランプ氏が大統領になれば、関税の一律に大幅な賦課によって米国内にインフレがもたらされるほか、相手国の景気にも悪影響を与える。しかも移民の強制送還によって、米国の潜在成長率が低下する（需要も減退するのでインフレへの影響は不明）ことも懸念される。一方、ハリス氏が大統領であれば、現在のバイデン政権の路線を基本的には踏襲しそうだ。このように、どちらが大統領になるか、そして共和党や民主党が上下両院をスウィープするか否かによって、世界経済・物価に及ぼす影響は大きく異なる⁹。

もう一つは、市場の経済情勢の反映にとどまらない更なる不安定化の可能性である。米国における Fed と市場の攻防、日本での日銀と市場の攻防次第でこのリスクは残存する。また、ハリス氏は富裕層の金融資産のキャピタルゲイン課税率を史上最高の 44.6% にしたり、富裕層の含み益に 25% 課税する案を支持しており、これらがハリス氏の当選に民主党の上下両院のスウィープも加わって実現するようであれば、市場に深刻な影響が出るリスクもある。こうした点も、見極めていく必要があるだろう。

こうしたリスクが顕在化すれば、日本企業の価格転嫁行動や賃金設定行動の変化も再び弱まりかねない。企業のノルムが少し前のディスインフレ期のように戻らないかという点も併せて注視したい。

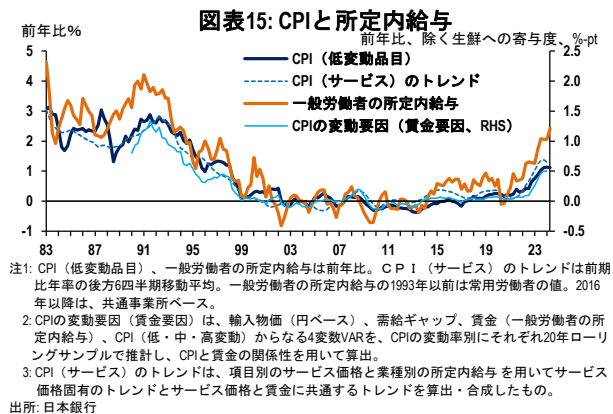
5. 今後の政策展望

（１）来年初にかけて

日銀は、当分の間、市場の不安定化の帰趨と、やや長い目でみてそれが経済見通しに及ぼす影響、更には直接の震源地である米国経済及び米国大統領・議会選挙の帰趨とその影響について目を凝らす必要があるだろう。したがって、10 月の展望レポートの段階では、この点の確認が追加的なテーマとなる。

⁹ 詳細は、鶴飼博史・丸山泰斗・関東享佑（2024）「米国大統領選の結果が経済に及ぼす影響」経済を読む眼第 25 回、科学技術振興機構、を参照。

賃金と物価の好循環の側面では、実質賃金上昇率のプラス定着があと2ヶ月程あれば確認できる一方、CPI サービスへの価格転嫁については、毎年4・10月が日本のサービス業の価格改訂期にあたる。4月はそれなりに価格転嫁がみられたが（図表15）、次に10月CPIについて、東京CPIでは10月中旬に、全国CPIでは11月中旬に確認する必要があるだろう。

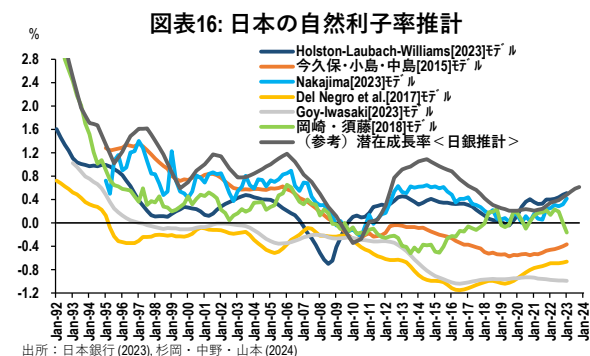


しかし、日銀は次回利上げにあたっては、市場への説得力を強めるためにも、前回よりは慎重に、この好循環が中小企業まで行き渡っているかを、支店ヒアリングをまじえて確認したいのではないかと。これは来年1月の支店長会議に向けて作業される。そのうえで、市場とは綿密にコミュニケーションをとろうとするだろう。こう考えると、次回利上げは、米国が深刻なリセッションに陥らない限り、1月の蓋然性が高いのではないかと。

（2）来年初以降～中立金利がやはり鍵

さて、日銀はどこまで金利を上げようと考えているであろうか。この問いに答えを見出すためには、中立金利水準を真剣に議論する必要がある。内田副総裁は、8月7日の記者会見において、現段階では大幅な緩和の調整に過ぎないので、中立金利を意図する必要はないほか、また現在の金融緩和の程度は他の指標をつぶさにみながら総合判断していくしかないとの立場を表明している。しかし利上げがある程度進捗すると、その後は、金利を中立金利に向けてどう調整していくかがポイントになり、手探りではあっても、中立金利の水準の議論はどうしても必要になるだろう。

では、日本では中立金利を構成する自然利子率（貯蓄と投資がバランスし、景気が良くも悪くもなくインフレ率が安定している実質金利）がどう計測されているかを見ていこう。日銀が示している推計値は、昨年初時点では-1.0%～+0.5%の範囲で分布しており、平均すれば小幅のマイナスになっている（図表16）。植田総裁はさらにこうした推計の誤差まで持ち出して、水準について言質をとられないようにしている。しかし、注目すべきは日本経済の潜在成長率が底を打ち、本年入り後も上昇を続けていることである（前掲図表16）。したがって、直近まで含めて自然利子率を再推計すれば、どの推計もさらに上昇する可能性が高い。



また、自然利子率の上昇・低下要因を定性的に考えてみても、日本では労働力増加率こそ低下要因であるが、生産性上昇率が上昇しているほか、財政支出拡大（投資超過）やソブリン債務の増大（安全資産のコンビニエンスイールドの低下）、サプライチェーンの de-risking（物価上昇）のように、どちらかと言えば、自然利子率を押し上げる要因の方が多（図表 17）。そうであれば、推計誤差があっても、自然利子率が小幅に上昇して 0%近傍にある可能性が高いとみておくのは、おかしくはない筈だ。これにインフレ率の趨勢を、現在の円安が収まれば 2%を平均的にはやや下回るとすると、（日銀は中立金利の水準を明らかにしないだろうが、）中立金利は 1.5～2%ということになる。

図表17: 日本中長期自然利子率の押し上げ要因

マクロ要因	r ⁿ への影響
潜在成長率	
労働力増加率低下	低下
生産性上昇率上昇	上昇
貯蓄・投資バランス	
国内	
財政支出拡大	上昇
人口高齢化	上昇
寿命の上昇期待	低下
ソブリン債務増加	上昇
グローバル	
他国の財政支出増大	効きにくい
サプライチェーンのde-risking	上昇

出所: JST

したがって、日本経済が成長を続け、インフレ率も 2%前後（趨勢的にはやや低い可能性も）で推移する間は、1.5～2%の中立金利に向けて粛々と利上げを続けることが展望される。実際にどこまで到達できるかは、日本・世界の今後の経済情勢次第である。

6. おわりにかえて～2%物価安定目標は弾力的な運用を

日本の中立金利を上記のように見定めると、欧米に比べればやはり低いことは否めないだろう。ただし、2%程度のインフレ率は、根付くのかという点にまだ不確実性があるにしても、当面はほぼ達成できることが視野に入っている。

但し、若干プラスのインフレ率の方がゼロインフレよりも企業・家計にとってプラスであることが上述のように判明しているにしても、それは 2%でなければならない訳ではない。こう考えると、2%のインフレ率が必要と言う議論を突き詰めると、金融政策をいざという時に緩和するための「糊代」の確保が最大のメリットということになる。そうであれば、国民にとっては、平時におけるメリットはそれ程大きなものではないだろう。しかも、この数十年の先進国中銀の歴史を振り返ると、物価が 2%程度で安定すれば、完全雇用や金融システムの安定が得られる訳ではない。

日銀はこうした物価の安定、完全雇用（経済の健全な発展）、金融システムの安定の 3 つの目標を区別しつつ、達成に向けて動く必要があるだろう¹⁰。こう考えると、物価安定目標を一旦達成してしまえば、その後の金融政策運営はインフレ率が 2%から乖離しても短期的には弾力的であっていいと考えられる。そうでないと、物価見通しが 2%

¹⁰ この点は、鶴飼博史（2020）「非伝統的金融政策のイノベーションと誤算」伊藤修・植林茂・鶴飼博史・長田健編著「日本金融の誤解と誤算」所収、を参照。

をやや下回る度に政策金利をゼロ近辺に戻す必要が生じる。そこまで硬直的な金融政策運営は、恐らく3つの目標全体を達成する観点からは、最適ではないだろう。

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。