

# 金融政策正常化を巡る論点

## Issues surrounding the normalization of monetary policy

国際通貨研ウェビナー(2025年5月29日)

富士通(株)エグゼクティブアドバイザー  
早川英男

# 「異次元緩和」の成果と限界(1)

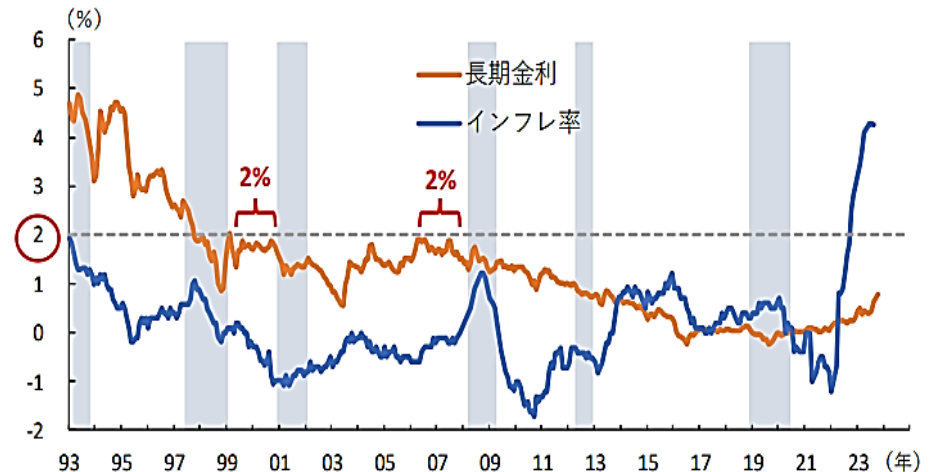
## The results and limitation of 「Monetary Easing」(1)

- 黒田日銀は2013年4月に、2年程度で2%インフレを達成するとして、大胆な金融緩和を始めた。円安、株高が実現し、「デフレでない状態」には至ったが、成長率は高まらず2%インフレも実現しなかった。
- 14年春には景気回復や円安を背景に企業収益は大幅に改善し、インフレ率も1.5%まで高まった。しかし、賃金は殆ど上昇しなかったため、好循環には至らなかった。
- 結局、16年秋に金融緩和の「総括的検証」を経て、長短金利操作(YCC)という持久戦体制に移行。
- YCCの下では、長期金利に上昇圧力が加わらない限り、長期国債の大量買い入れは不必要となり、金融緩和の持続性は格段に高まる。また、この体制では、2%の早期達成より「異次元緩和」の副作用軽減が強く意識されていた。
- しかし、YCCが維持できたのは日本以外の先進国も低成長、低インフレ、低金利というJapanificationに陥っていたためだった。



出所) 第一生命経済研究所:「Market Side Mirror」(23年 11月 14日)

図表1 日本の長期金利とインフレ率の推移



(注) 1. シェード部分は景気後退期

2. インフレ率は消費者物価指数(生鮮食品及びエネルギーを除く総合、消費税調整済み)の前年比変動率、長期金利は新発10年国債利回り(月中平均、直近は23年10月2~16日平均)

出所) みずほリサーチ「日本経済『金利2%時代』を振り返る」(23年 10月)

# 「異次元緩和」の成果と限界(2)

## The results and limits of 「Monetary Easing」(2)

・ 22年になって世界インフレを背景に海外中銀が急激な利上げを始めると、YCCの弱点が一気に露呈することとなった。

1 海外との金利差が拡大すると、急激な円安が発生した。

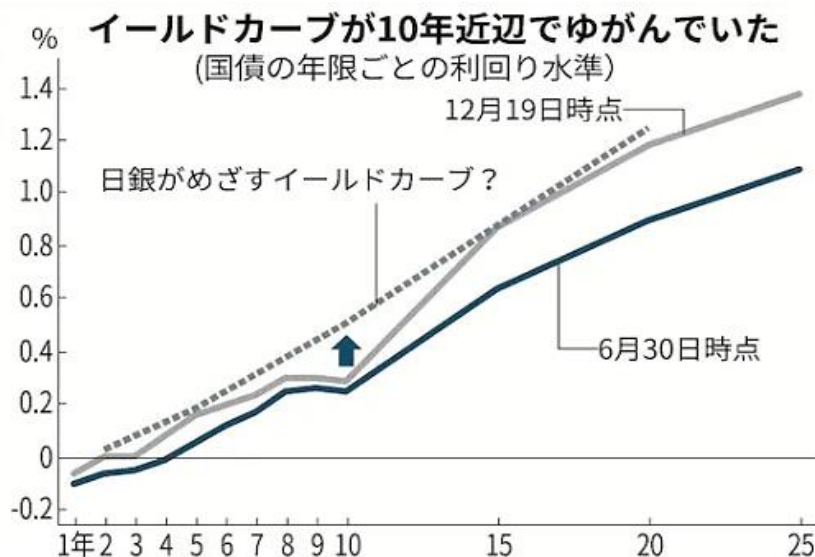
➤ 通常は海外金利が上昇すると長期金利が上昇して、そのショックを一部吸収するが、YCCでは長期金利が固定されているため円安が増幅される。物価高の下で円安は「悪い円安」と捉えられた。

2. 日本でも長期金利の上昇予想が高まり、投機的に長期国債が売られたため、イールドカーブに大きな歪みが生じた。

➤ 長期金利の上昇を抑えるため、日銀は「指し値オペ」を導入、巨額の国債購入を強いられることとなった。

・ 結局、日銀はこうした副作用に耐え切れず23年12月にYCCの変動幅を0.25%から0.5%に拡大した(YCCの「終わりの始まり」)。

実質実効為替レート指数 (2010年=100)



# 脱デフレへのマクロ経済環境

## Macroeconomic environment for overcoming deflation

### 1. 世界インフレの進行 Progressing global inflation

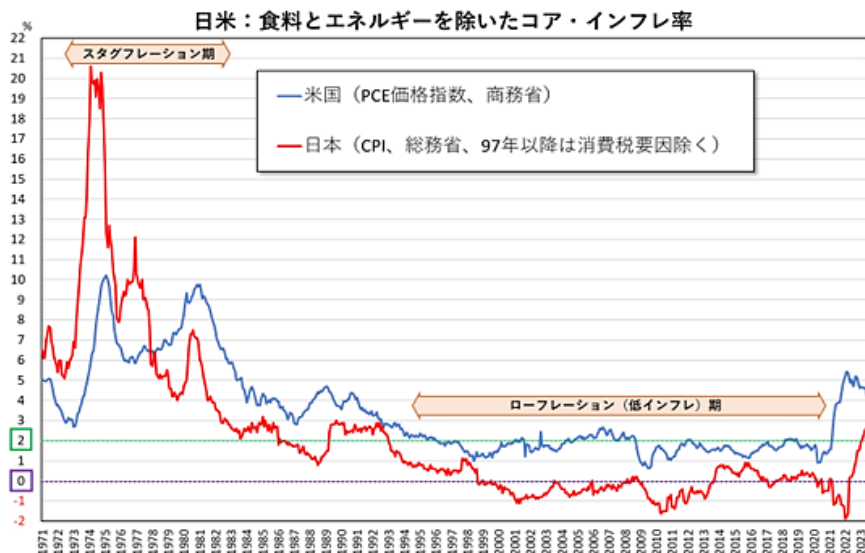
- 1980年代から日本のインフレ率は欧米に比べ2～3%低かった。日本がデフレに陥った後も両者の乖離が拡大した訳ではない。欧米のインフレ目標政策でインフレ率が2%程度になると、並行して日本はゼロ・インフレないしデフレになった。
- コロナ後の世界インフレで欧米のインフレ率が2桁近くなると、日本のインフレ率も上昇。

### 2. 人手不足の深刻化 Deepening of human resource shortage

- リーマン・ショック前(原油高でインフレ率は2%を超えたが、日銀は利上げを停止)や黒田緩和初期の経験は、持続的な物価上昇には賃金の上昇が不可欠なことを示している。
- 「ルイスの転換点」を超えた日本では人手不足が深刻化し、賃上げ機運が高まっている。

### 3. 円安傾向の定着 The fixation of yen depreciation trend

- 長年の円高恐怖症が賃上げや金融正常化の大きな妨げとなってきた。



出所) 加藤出「かんぽフォーラム講演資料」(23年11月)

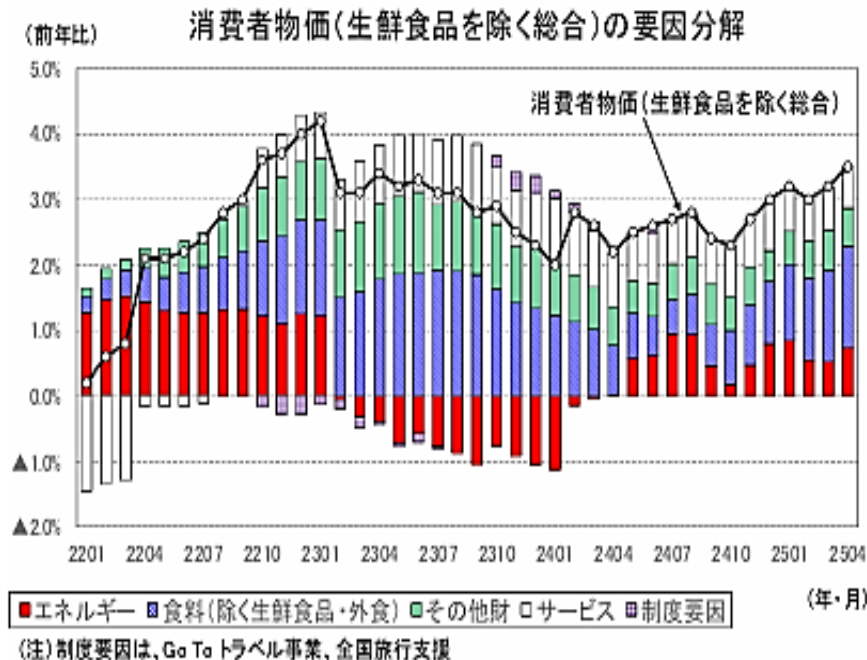


出所) 三菱UFJ銀行「日銀短観 (2023年12月調査)」

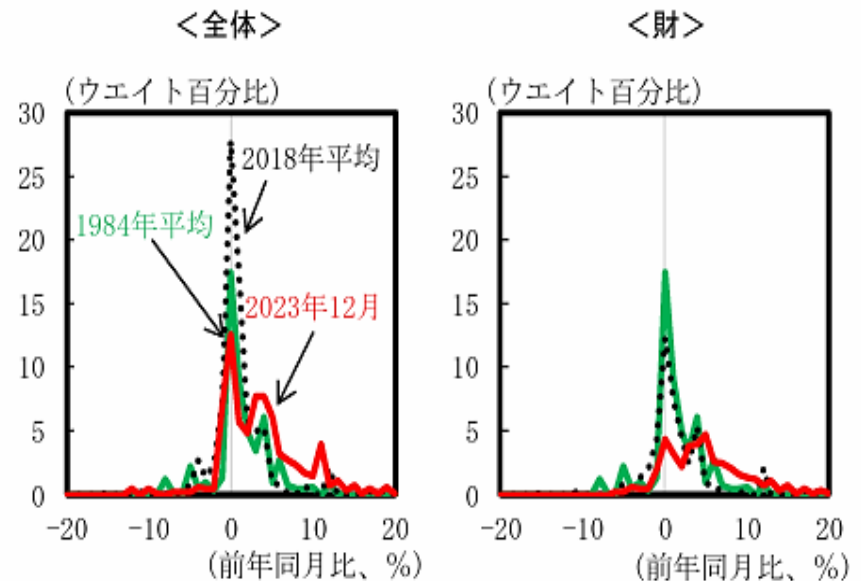
# 予想以上に上昇した物価

## Higher than expected inflation

- アベノミクスの時代は、強力な金融緩和の下でも日銀が目指した2%目標はなかなか達成されなかったが、22年以降、海外インフレに伴うエネルギー・食料の値上がりから、消費者物価(コア)前年比は急速に上昇。インフレ率2%超は、既にかなり長期化。
- 幅広い品目の値上がりに伴い、「価格据え置きノルム」も大きく後退(みんなで渡れば恐くない)。
- インフレ率はさすがにピークを越えたが、足もとはコメを含む食料品の値上がりが再び目立ってきており、コアCPIの前年比は5か月連続で+3%台(4月は+3.5%)。
- コアコア季節調整済でみると昨年前半は物価の落ち着き傾向が目立ったが、その後の物価は上振れ気味。



(4) 消費者物価の品目別の前年比上昇率の分布

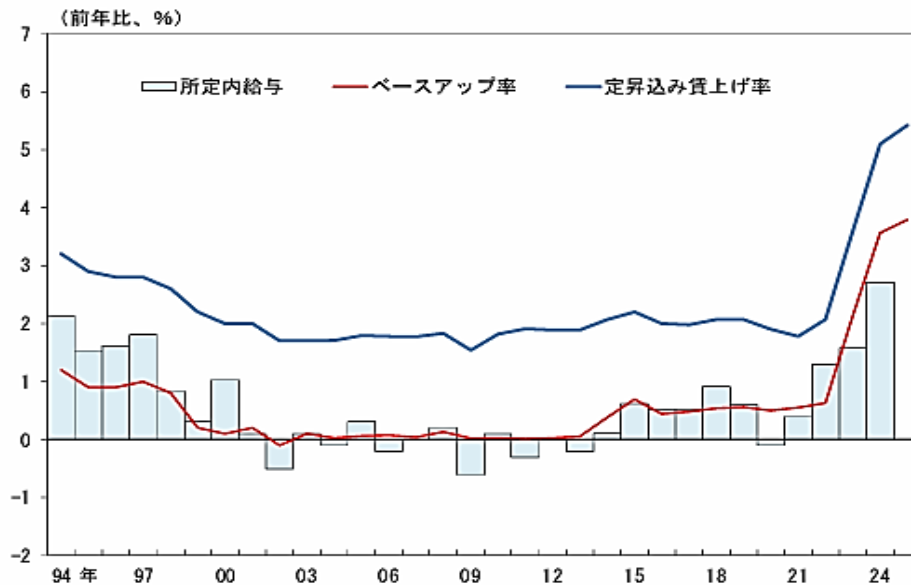


# 賃上げ機運の高まり

## Momentum of wage increases

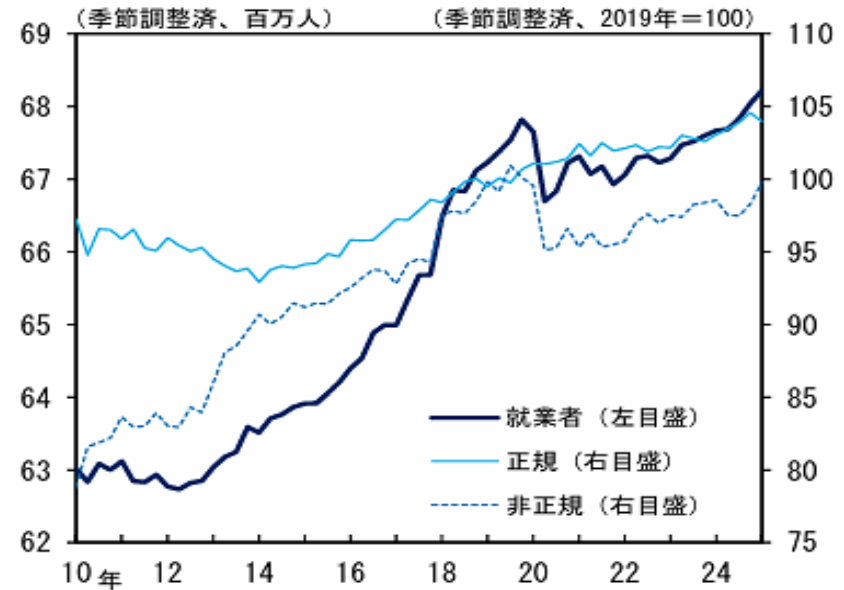
- 物価上昇に続いて、一昨年から賃上げ機運が急速に高まった。23年の春闘賃上げ幅は3.6%に達し、エコノミストらの事前予想を1%程度上回った。24年、25年の賃上げ率はさらに高まり、2年連続で5%台に。
  - 企業の賃上げ姿勢の変化には、物価高の下での従業員のモチベーション維持と、賃金を上げないと優秀な社員を確保できない(離職率の上昇)との危機感が影響。
- 賃上げ機運の高まりには、こうした企業の姿勢の変化に加え、マクロ的な人手不足深刻化が大きく影響。
  - アベノミクスの時代には、団塊世代の65歳超えにもかかわらず、女性と高齢者の労働参加率上昇から就業者数が大幅に増加、賃金はあまり上昇しなかった。
  - コロナが終わると、労働参加率上昇は限界に近づき、人手不足の深刻化から賃金上昇に(ルイスの転換点)。

### 賃金上昇率



出所) 日本銀行野口旭審議委員講演資料 (25年5月22日)

### 図表21：就業者数



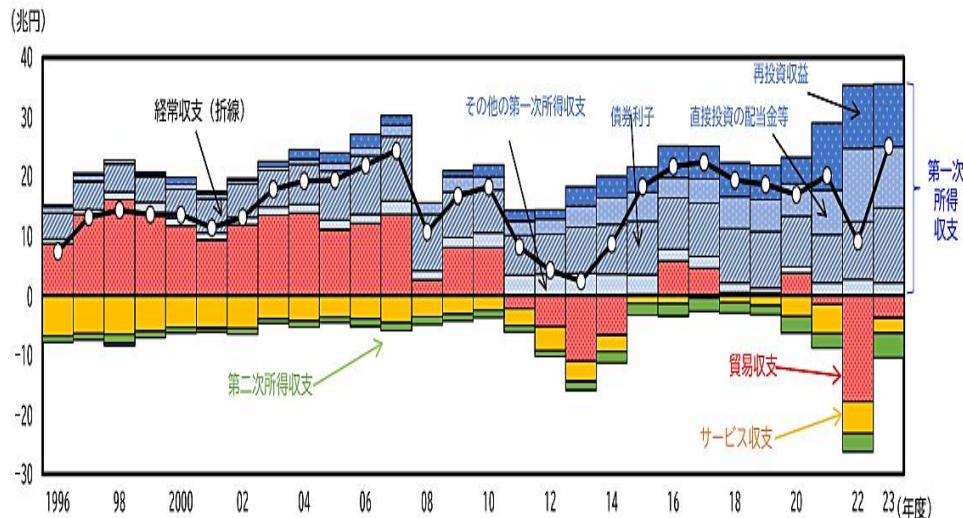
出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望 (2025年4月)」

# 円安が続く理由

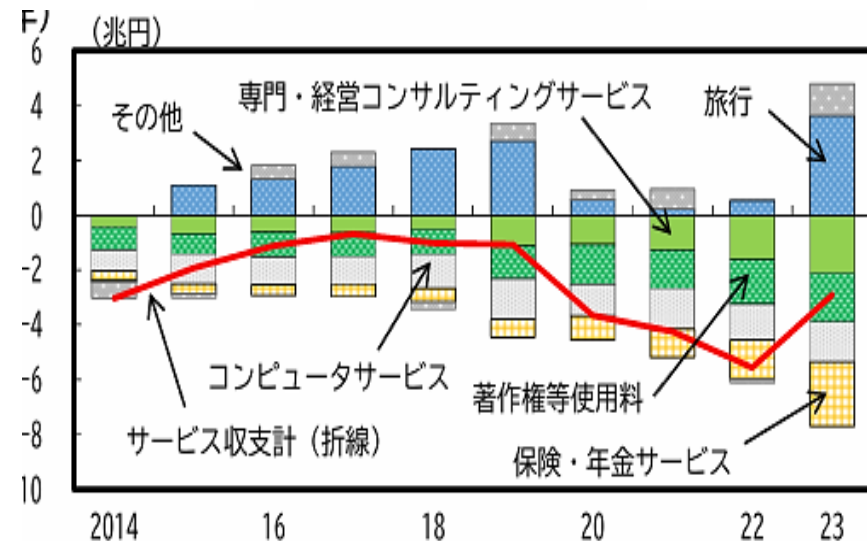
## Reasons for continuing yen depreciation

- 22年以來の円安に内外金利差が大きく影響しているのは間違いないが、欧米金利がピークアウトし、日本の金融正常化がスタートする中での円安は金利差だけでは説明できない。
- これには、①輸出産業の縮小に伴う貿易赤字の常態化、②デジタル関連のサービス収支悪化、③レパトリ神話の消滅といった国力の低下が影響しているのではないか。
- かつての代表的輸出産業＝エレクトロニクスは赤字に転落し、未だ大幅黒字の自動車もEV化の流れに遅れる。一昨年はインバウンド復活でサービス収支が大幅に改善すると期待されたが、デジタル関連のサービス収支悪化で大部分が帳消しに。
- 世界一の純資産国＝日本への資金還流が大幅円高に繋がるというレパトリ神話も消えた。実際、日銀の追加利上げ、FRBによる3度の利下げ、トランプ関税ショック後も1ドル＝140円台。
- 新NISAを契機に海外資産投資が増えており、ホームカンントリー・バイアスが消失しつつあるのかも知れない。

経常収支の長期推移



サービス収支の動向



# 植田日銀の金融政策

## BOJ Governor Ueda's monetary policy

- 植田和男総裁の審議委員時代の最大の貢献は、世界に先駆けてフォワード・ガイダンス(FG)を発案したことにある。
  - 1999年にゼロ金利政策を導入した時、日銀は「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」ゼロ金利を続けると約束した。こうした将来の政策に関する約束を当時は「時間軸政策」と呼んだが、現在ではFGという世界標準の金融政策となっている。この政策を主導したのが当時の植田委員。
  - 翌年のゼロ金利解除に反対票を投じたため、植田総裁はハト派とみなされることもあったが、これもFG重視の故。植田氏の眼には当時の経済情勢はデフレ懸念が払拭される状況にないと映っており、いったん約束を破るとFGは将来も信用されないと懸念したのだろう。
- FG重視が意味するもの：黒田氏のサプライズ重視とは正反対
  1. 量的緩和の効果には懐疑的：量的緩和が有効なら、ゼロ金利でも量を増やせば済む(FGは不要)。Krugman提案＝量的緩和と考えていなかった。
  2. YCCには不信感：FGに基づく政策を行なう時、市場が中央銀行の約束をどれだけ信じているかが重要。そのための最大の情報源であるイールドカーブを自ら管理してしまうのは極めて不適切。
- 結局、植田新総裁が目指す金融政策は、超低金利と強力なFGの組み合わせという正統的なものとなる可能性が高い。
  - 植田総裁は最初の金融政策決定会合で1～1年半を掛けて過去25年間の金融政策のレビューを行なうことを決めた。

# 大規模緩和の評価(多角的レビュー)

## Evaluation of large-scale easing (Multifaceted review)

### 大規模な金融緩和の効果と副作用の評価

- 金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、**現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響**

#### <効果>

- 大規模な金融緩和は経済・物価を押し上げ**
- ただし、期待への働きかけの難しさなどから、**導入当初に想定していたほどの効果は発揮せず**

#### <副作用等>

- 金融市場**：国債市場の機能度に**マイナスの影響**
- 金融仲介機能**：**貸出等の利鞘は縮小**も、金融仲介機能を**阻害した証左はみられない**
- 経済の供給面**：**プラス（資本蓄積等）・マイナス（資源配分の歪み等）の両面で明確な結論が得られず**

- ただし、**今後**、なお低下した状態にある国債市場の機能度の回復が進まない、あるいは副作用が遅れて顕在化するなど、**マイナスの影響が大きくなる可能性には留意**

### 先行きの金融政策運営への含意

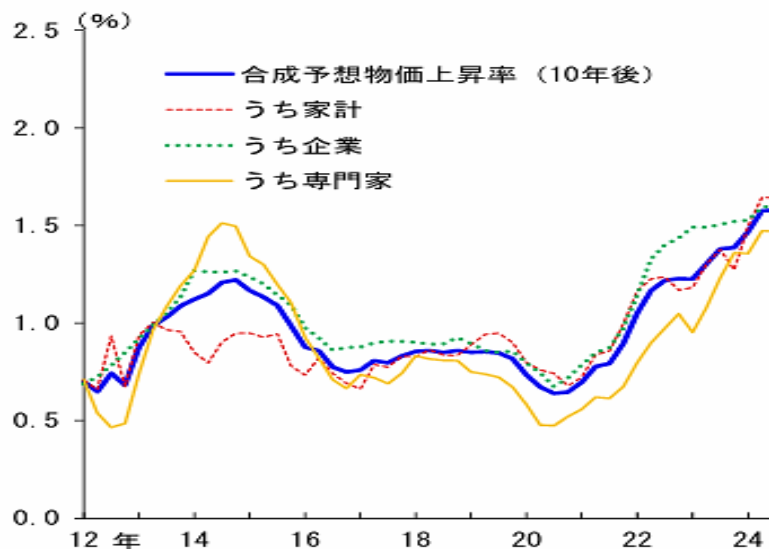
- 非伝統的な金融政策手段を用いる必要が生じた場合：**ベネフィットとコストの比較衡量**が重要
  - ✓ 現時点においては、**将来の政策運営を考えるうえで特定の手段を除外するべきではないが**、今後、各手段の採用を検討する際には、留意点等を勘案し、可能な限り副作用を抑制しながら効果を発揮できるよう、制度設計していく必要
- 引き続き、**2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、金融政策を運営**していくことが適切
  - ✓ 非伝統的な金融政策手段は、短期金利操作の完全な代替手段にはなりえず、可能な限りゼロ金利制約に直面しないような政策運営が望ましい。景気悪化時に実質金利を引き下げることができるよう、小幅のプラスの物価上昇率を安定して実現していくことが重要

# YCC修正から利上げへ

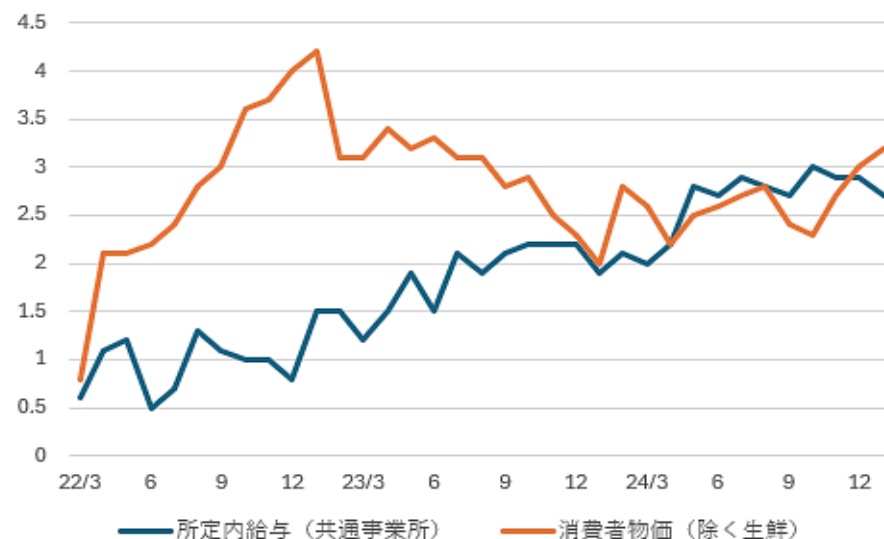
## From YCC correction to raising of the interest rate

- 植田新総裁が誕生すると、日銀はまず23年7月にYCCの修正（長期金利の上限0.5%→1.0%）を決定。同年10月にも、長期金利が1.0%を上回ることを容認する再修正を決定（1.0%は上限から目途へ）。
  - 長期金利の変動幅に明確なレンジを設けるという意味でのYCCは形骸化。「過度な変動には介入する」という為替介入に近づいた。YCCの形骸化をなし崩し的に進めたのは、極めて巧妙だった。
- 一方、短期金利の引上げには慎重だったが、春闘の結果を待って昨年3月にマイナス金利の解除を断行。同時に、YCCの正式な廃止、ETF等の購入廃止など、金融政策正常化を一気に進めた。
  - その後も、昨年7月、今年1月と0.25%の利上げを実施。昨年7月は、従来の慎重姿勢の転換（為替円安のマイナスの影響を重要視）と、米国雇用統計の下振れが重なって、市場の混乱を招いた。

### インフレ予想



### 賃金と物価の前年比 (%)

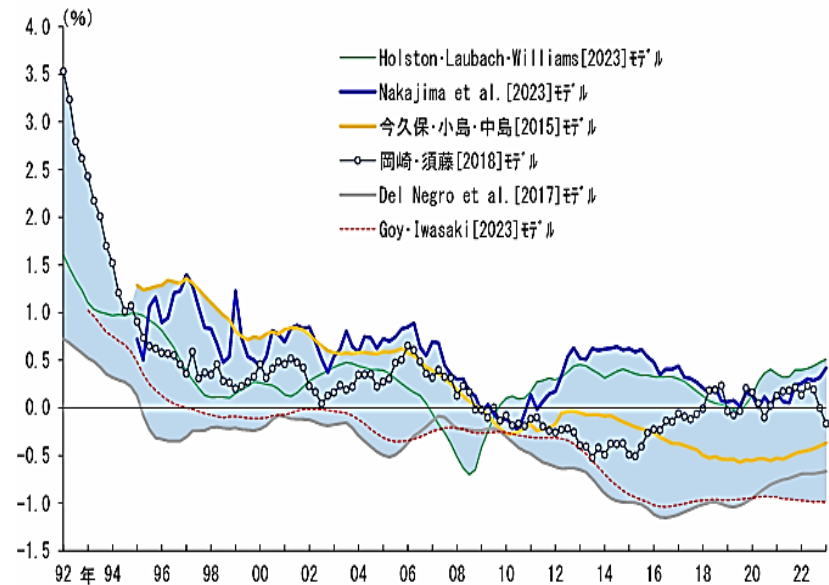


# 今後の金融政策

## Japan's monetary policy going forward

- 今後、日本でも「普通の金融政策」が行なわれるなら、日銀が主張するように金利水準は中立金利（自然利子率+2%）を目指して上がっていく筈。
- 日本の自然利子率（貯蓄と投資がバランスする実質利子率）は-1.0~+0.5%程度とされている。だから、2%インフレが定着すれば、中立金利は1.0~2.5%となる計算。
- もちろん、自然利子率には不確実性が大きいうえ、日銀は2%が定着したとは言っていないことを踏まえると、実際にはもう少し慎重に利上げを進めるだろう。
- 一方、日銀は昨年7月末に国債購入減額（量的引き締め）の計画を決定。毎月の国債購入額は従来の6兆円から2年後には3兆円と半減の計画。
- 1月の次の利上げのタイミングとしては、今年6~7月との見方がコンセンサスだったが、一時は賃金・物価面の強さから、早めの追加利上げとの見方が広がっていた。
- しかし、トランプ関税に伴う経済・物価見通しの不確実性増大から、まずは影響精査へ。

### わが国の自然利子率推計値



出所) 日本銀行植田総裁講演資料 (24年5月8日)

### 日本の金融政策

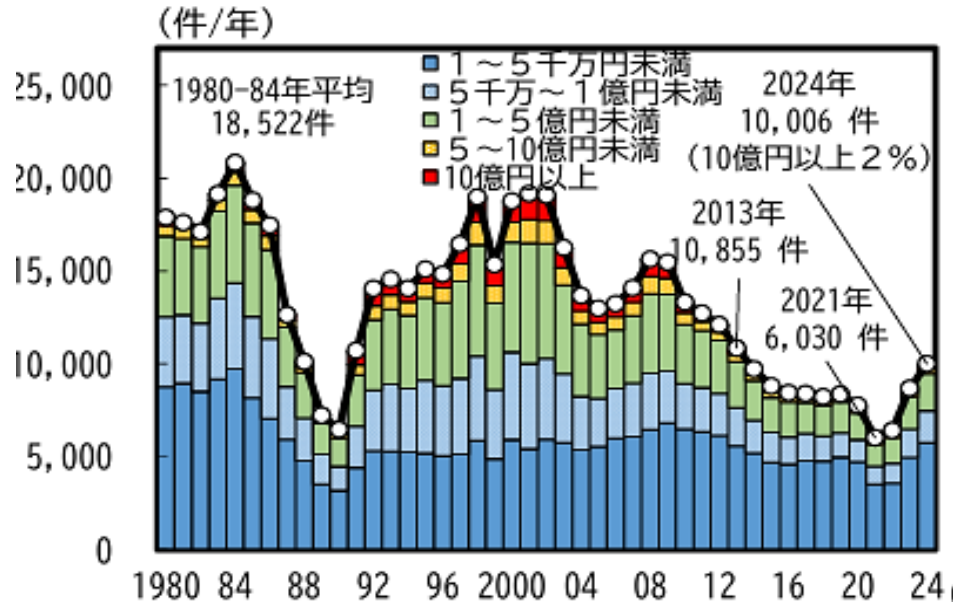
| 政策金利の<br>予想値分布<br>(%) | 0.0<br>未満 | 0.0<br>~<br>0.1 | 0.1<br>~<br>0.2 | 0.2<br>~<br>0.3 | 0.3<br>~<br>0.4 | 0.4<br>~<br>0.5 | 0.5<br>~<br>0.6 | 0.6<br>~<br>0.7 | 0.7<br>~<br>0.8 | 0.8<br>~<br>0.9 | 0.9<br>~<br>1.0 | 1.0<br>~<br>1.1 | 1.1<br>~<br>1.2 | 1.2<br>~<br>1.3 | 1.3<br>~<br>1.4 | 1.4<br>~<br>1.5 | 1.5<br>~<br>1.6 | 1.6<br>~<br>1.7 | 1.7<br>~<br>1.8 | 1.8<br>~<br>1.9 | 1.9<br>~<br>2.0 | 2.0<br>以上 | 回答数 |
|-----------------------|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------|-----|
| 現行=▼                  |           |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |           |     |
| 2025年6月末              |           |                 |                 |                 |                 | 1               | 29              |                 | 6               |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |           | 36  |
| 2025年12月末             |           |                 |                 |                 |                 |                 | 1               |                 | 29              |                 | 3               | 3               |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |           | 36  |
| 2026年6月末              |           |                 |                 |                 |                 |                 | 1               |                 | 4               |                 | 3               | 24              |                 | 3               |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |           | 35  |

# 金利のある世界(1): 企業・家計

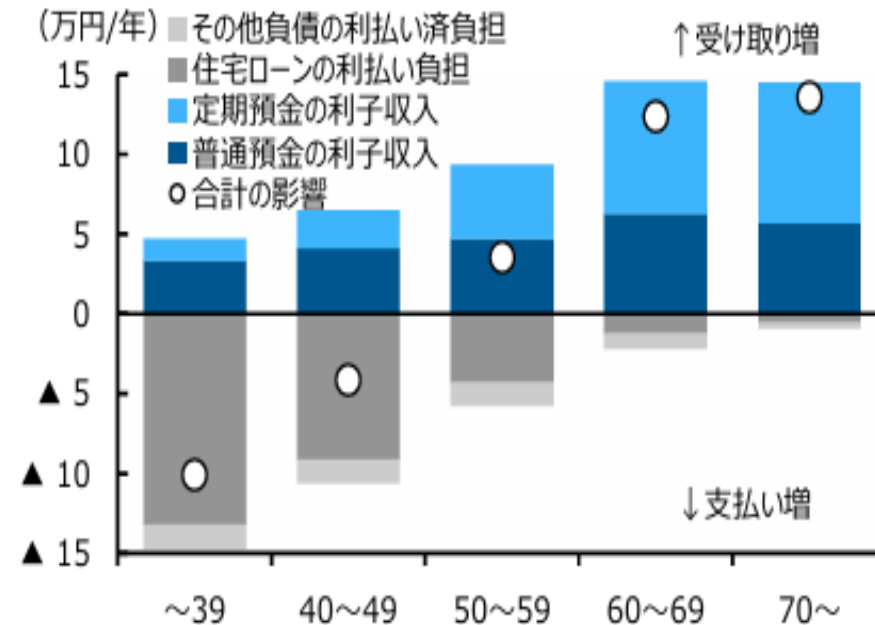
## A world with interest rates (1): For Corporates/Households

- 金利上昇によって企業の金利負担は増えるが、日本企業の自己資本比率は趨勢的に上昇しており、マクロ的なリスクは小さい。
- 懸念材料はコロナ期のゼロゼロ融資が返済期を迎えていることで、実際に最近の倒産件数は増加。しかし、倒産の絶対数が多い訳ではなく、企業金融が全体として逼迫するような事態は想定し難い。
- 一方、預貯金の多い家計にとって当然利上げはプラス。
- ただし、金利上昇の家計への影響は世代によって大きく異なる。多額の金融資産を有する高齢者へのメリットが大きい一方、住宅ローンを抱える若年層にはマイナスも。

①負債金額別の倒産件数（暦年）



(図表3) 市場金利2%上昇による家計収支の変化（年齢別）

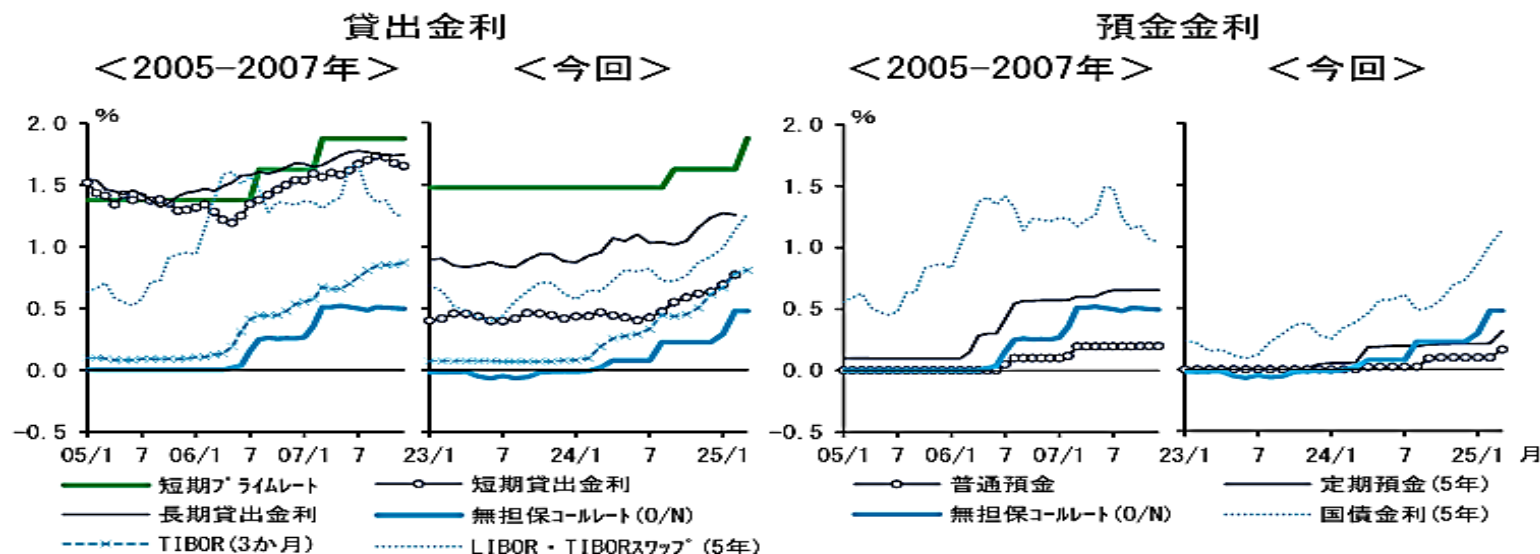


# 金利のある世界(2): 金融機関

## A world with interest rates (2): For Financial institutions

- 金融機関にとって、金利上昇は基本的に収益改善要因。
  - 市場金利が上昇する場合、貸出金利等の上昇スピードの方が預金金利の上昇スピードより速い（大手行の場合、金利ゼロの当座預金の金額も大きい）。
  - 前述の通り、企業倒産の急増は考えにくいいため、信用コストが大幅に増加する可能性は低い。
- 直面する資金需要の弱い中小金融機関には超長期債などに過大な投資を行って含み損を抱える先も多く、一定の損失は免れない。
  - ただ、米国のSVBなどと違って日本の金融機関の預金は粘着性が高いため、資金調達のための長期債売却で損失の顕在化を強いられる心配は少ない。

貸出金利と預金金利：前回利上げ局面との比較



# 金利のある世界(3): 財政

## A world with interest rates (3): Fiscal

- 今後も利上げが続けば当然利払い費は増える。それでも名目成長率 $g >$  国債金利 $r$ ならば、国債残高/名目GDP ( $D/Y$ ) 比率は低下し得る。
  - しかし、 $g > r$ が続く保証はない。Blanchardは米国のデータを基に $g > r$ の可能性が高いと主張するが、これは基軸通貨ドルの「法外なる特権」(exorbitant privilege)に支えられたもの。
- 足もとで $D/Y$ が低下しているのは、名目成長率が上がると直ちに税収が増える一方、利払い増加は新発債分のみという時間差による部分が多い。
  - なお、昨年7月時点では25年度のプライマリーバランス黒字化を想定していたが、24年度の大型補正でその可能性はあっさり消失。
- さらに、 $D/Y$ が250%を超え、毎月巨額の借り換えが必要な日本では、市場が財政健全化に疑念を抱けば、ロールオーバーに困難を来す恐れ(英国トラス政権の教訓)。

図9：国・地方の公債等残高対GDP比

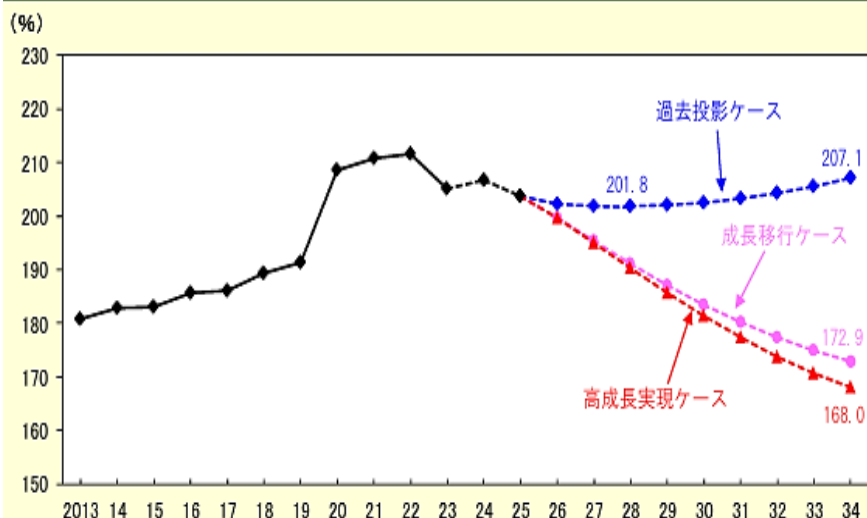


図7：名目長期金利

