

門間 一夫の
経済深読み日本の金利はどこまで上がる？
～ 2%物価目標が内包するカオス～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2023年10月24日

マイナス金利の解除は来年4月が本命か

日銀のマイナス金利解除について、年内はなくても来年1月はありうるとの見方がそれなりにある。筆者は三つの理由から、来年4月まで日銀は待つと予想する。

第一に、マイナス金利の解除には「2%物価目標の実現が見通せる状況になってから」という条件がある。この条件が来年春より前に満たされる可能性は低い。確かに消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は18か月連続で2%を超えているが、これは2021～22年に輸入品の価格が2倍近くまで急騰したことによる面が大きい。その影響が出尽くした後の物価動向はなおかなり不確実である。

輸入物価と無関係に物価上昇が持続するには、「物価が上がるので賃金が上がる」「賃金が上がるのでまた物価が上がる」という内生的な循環が必要である。日銀はそれが確認できるのを待たなければならない。今年の賃上げが30年ぶりの高さとなったのは大きな前進だった。来年も続けて同程度ないしそれ以上の賃上げが実現するかどうか、最大の焦点になる。

異次元緩和の開始から10年、政策金利がゼロ近くまで下がった頃からだと28年、日銀は低インフレないしデフレと戦い続けてきた。30年近く戦って訪れたチャンスなのだから、勝利目前での判断ミスは許されない。「次の春季労使交渉も良い結果が期待できそうだ」という見込みだけでは日銀は動かないだろう。3月頃から出始める賃上げ交渉の結果が少なくともある程度確認できるまで、日銀はデータや情報を慎重に見きわめようとするのではないか。

政府のデフレ脱却宣言はいつか

第二に、日銀が「2%物価目標の実現が見通せる状況になった」と判断する際に、政府の認識も「デフレ脱却」でそろそろ必要がある。2%物価目標は2013年、デフレ脱却に向けた政府と日銀の政策連携の一環として導入されたものである（アベノミクスの第一の矢）。以来10年以上にわたり、政府と日銀は足並みをそろえてデフレ脱却を目指してきた。最後の最後で足並みが乱れる事態は政府も日銀も望んでいないはずだ。

政府のデフレ脱却宣言は、消費者物価、GDPデフレーター、単位労働コスト、需給ギャップという4

つの指標を参考に判断される。このうち最初の3つは既に十分プラス圏にあるが、需給ギャップは4～6月にぎりぎり+0.1になったばかりである。そもそも需給ギャップは粗い推計値であり、0.5%や1%でも誤差かもしれない。まして0.1%で「プラスだ」「マイナスだ」と騒ぐのは全く無意味なのだが、現実にはそういう議論がデフレ脱却の判断に影響する。

多くのエコノミストは7～9月のマイナス成長を予想している。もしそうなら需給ギャップも7～9月はマイナス圏へ戻る。10～12月にプラスへ再復帰するとしても、それが確認できるのは2月、改定値まで待つなら3月になる。政府のデフレ脱却宣言が早くてもその頃なら、日銀が1月にマイナス金利を解除するのは難しい。

第三に、上記二点よりは小さな理由だが、日銀は4月の展望レポートで物価見通しの期間を2026年度まで1年延長する。「持続的・安定的な2%インフレが見通せるようになった」と説明するには説明しやすいタイミングである。

2%物価目標の実現には「クリーン」と「グレイ」がある

さて、以上は「来年4月まではマイナス金利を解除しにくい」理由であって、「来年4月になればマイナス金利を解除できる」と決まったわけではない。筆者の見立ては五分五分である。そのうえで、仮にマイナス金利が解除されたとしたら、その後、政策金利（短期金利）はどの程度まで引き上げられていくだろうか。また、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）もほぼ同時に撤廃されると筆者は見るが、それにより長期金利はどこまで上がるだろうか。長期金利は短期金利の長期平均に関する予想を反映するので、この二つは基本的に同じ問いである。

これらの問いに現時点ではっきりした答えは出せない。2%物価目標が「クリーン」な実現となるか「グレイ」な実現にとどまるかによって、結果は大きく異なるからである。

クリーンな実現とは、物価に関する人々のノルムが完全に変わり、「毎年2%程度の物価上昇は当たり前」という感覚が日本社会に定着するケースである。普段からインフレが2%程度なので、景気が多少良くなる、賃上げが意外に強い、という程度のことで3%、4%のインフレのリスクを意識しなければならない状況になる。これまでの日銀にはなかったことだが、今の米欧と同じように「高すぎるインフレを抑える方向で2%物価目標の維持に努める」という局面が出て来る。インフレを抑えるには実質金利を少なくともプラスにはする必要があるので、長期でみればかなりの期間において政策金利は2%を上回るはずだ。そして長期金利はそれを織り込んだ水準になる。

一方、グレイな実現とは、とりあえずは物価も賃金も目標達成と言いうる状況だが、人々のノルムが完全に変わったとまでは言えないケースである。来春時点で2%以上のインフレが2年続き、賃上げも3%台後半以上が2年連続となれば、「2%物価目標の実現は見通せた」と判断するのは自然なことであり、「まだ見通せない」と言い続ける方が難しいぐらいである。しかし、そこからしばらく時間が経てみると、ゼロインフレやデフレには戻らなくても、きっちり2%には届かない局面が増え、1%台がニューノーマルになっていく、という展開はありうる。その可能性が相応に残るなら、マイナス金利や

YCCという異例の措置は解除するにしても、日銀はその後の利上げに積極的にはなれないだろう。

「マイナス金利を抜けたらゼロ金利」のシナリオも

改めて整理するとこうなる。まず、「将来は現在より不確実だから正のリスクプレミアムが付く」という基本命題により、実質金利は少なくとも長期平均ではプラスでなければならない。したがって、インフレ率の長期平均が2%なら、名目金利の長期平均は2%を上回る。言い換えれば、政策金利の正常値（中長期的な平均値）は「 $2\% + \alpha$ 」ということになる。

「 α 」の具体的な値は不明だが、「 $\alpha =$ 潜在成長率」というしばしばある考え方に従えば、日本の潜在成長率は0.5%程度なので、政策金利の正常値は2.5%程度になる。すなわち、物価目標のクリーンな実現の場合、金融政策の「正常化」とは政策金利を2.5%程度まで引き上げていくという意味になる。

それに対して物価目標のグレイな実現、すなわち「ぎりぎり実現できたことにする」という程度の実現の場合は、インフレ率の長期平均が2%にやや届かない可能性が相応に残る。その場合、日銀はインフレを2%にしっかりアンカーさせる最善の努力を続けるだろう。インフレの上振れリスクが強くないなら利上げを「しなければならない」ことはなく、他方で「2%物価目標の実現は一時的幻だった」と言われるリスクは避けたいからだ。そうなると、「長いマイナス金利を抜けるとそこはゼロ金利だった」で終わってしまうこともありうる。中長期的な平均値という意味での政策金利の正常値はゼロ%近くになる。

「2%の上か下かで大違い」の不条理

それにしても、クリーンとグレイの違いで金利の終着点が2.5%とゼロ%に分かれてしまうのは、分かれすぎではないだろうか。初期条件のわずかな違いで全く異なる結果になる動学をカオスと言う。実は2%物価目標の考え方そのものの中に、このカオスにも似た非線形性を生み出すメカニズムが内在している。

2%より少し下、例えば1.5%程度のインフレが常態化するケースを考える。仮に2%物価目標が存在せず、1.5%程度でも問題ないと中央銀行が考えるなら、政策金利の正常値は普通に「 $1.5\% + \alpha$ 」となる。物価のノルムが2%よりも0.5%低いなら、政策金利の正常値も下へ0.5%平行移動、というわかりやすい関係が成立するのである。

ところが、2%物価目標を絶対視する近年の中央銀行のもとでは、「1.5%程度のインフレの常態化」ということ自体が許容されない。「2%ならよくて1.5%はだめ」というのは一般常識では理解できないが、2%物価目標は「ゼロ制約への恐怖」から生まれた目標であるから、中央銀行は2%からの「下方乖離」には「上方乖離」に対するよりも非寛容になる。こうした非対称な考え方で良いのかどうか、本当はもっと議論されるべきだが、これは現代金融政策のいわば「公理」なので議論されることはない。

実際、2010年代の米国連邦準備制度（Fed）は、インフレが1%台半ば、四捨五入すれば2%だったのに、「ゼロ制約への恐怖」から最大限の金融緩和を続けた。日銀の植田総裁が「インフレが2%を超え

るリスクよりも下回るリスクが心配」と述べるのも、それが現代金融政策の常識だからである。しかし、このように2%物価目標を事実上の「最低インフレ目標」として扱うことには、少なくとも二つの重大な問題がある。

第一に、インフレ率が2%を少し下回り続ける状態から、持続的に2%を超える環境にシフトした途端、大幅な利上げが必要になる。これは過去1年半、米欧で実際に起きたことである。日本でも、2%物価目標がクリーンに実現されれば、似たようなことが起きるリスクがある。現在、エネルギー価格を除けば日本のインフレ率は4%を超えており、既に米国よりも高い。まだ起きていないインフレではなく、今起きているインフレが続くだけで、日本も大幅な利上げが必要になるかもしれない。

第二に、インフレ率が「プラスだが2%よりは低い」領域で定着した場合、政策金利が低く据え置かれる結果として「実質マイナス金利」が長く続く。「借金する側より貯蓄をする側が実質的に対価を払い続ける」というおかしい社会になる。それくらいならいっそゼロインフレの方が、「実質ゼロ金利」の社会なのでずっとましである。とくに、家計には多額の金融資産があり、政府には膨大な国債発行残高がある国の場合、実質マイナス金利が続くと、家計の資産は目減りを続け、政府が最大の勝ち組であり続ける。これは家計に対する「恒久増税」と同じであり、それを中央銀行が決めてしまっていることへの疑問もわく。

クリーンでもグレイでも実現すれば問題が起きるのだから、2%物価目標そのものに、あるいはその運用を巡る現代金融政策の考え方に、問題があるのだと言える。インフレが「2%の上か下か」で「高金利 vs 超低金利」のレジーム転換が起きてしまう枠組みではなく、実質金利が妥当な水準でより安定的な動きとなるよう、金融政策の枠組みを再構築すべきではないか。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。