

# マイナス金利解除後の金融政策 インフレ予想が左右する日銀の利上げペース

調査部 経済調査チーム  
主席エコノミスト

河田 皓史  
080-2074-8973

hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

- マイナス金利が解除された今、市場の注目は「今後の日銀の利上げペース」に集まっている。それを占う上で重要な変数の1つに、インフレ率の収束先となる「インフレ予想」がある
- インフレ予想は上昇しているが、2%には到達していない。インフレ予想が2%で安定しない限りは、インフレ率を2%に持っていくための力として「緩和的な金融環境」が必要となる
- 日銀の利上げペースは当面「緩和的な金融環境」を維持できる範囲内になることが予想される。インフレ予想の行方は、日銀の利上げペースと終着点を見極める上で決定的に重要である

## 1. 日銀の利上げペースを占う上で重要な「インフレ予想」

日本銀行がマイナス金利政策とイールドカーブ・コントロールを終了し、金融政策正常化に向けて大きな一歩を踏み出した。そうした中で必然的に盛り上がりを見せている議論は、「日銀はどこまで・どのように利上げするか」である。これを考える上では、目先2024年度のインフレ率というよりも、次回展望レポートの「見通し期間終盤」に当たる2026年度頃のインフレ率がどうなるかが決定的に重要になるだろう。具体的な見通し計数や日銀が想定するメカニズムについては、4月末に公表される展望レポート（あるいは、5月以降に行われるとみられる正副総裁の講演）を待つほかないが、一般論として、先行きのインフレ動向を考える上で最も重要な概念の1つに「インフレ予想」がある。

インフレ予想とは、文字通り「将来のインフレ率についての予想」を示す概念であり、「予想物価上昇率」や「インフレ期待」などと呼ばれることもある。詳細は後ほど説明するが、マクロのインフレ動向を考えるための標準的なツールである「ハイブリッド型フィリップス曲線」（ニューケインジアン・フィリップス曲線の一種）<sup>1</sup>においては、インフレ率は最終的にインフレ予想に収束することになるため、先行きの物価見通しを考える上でインフレ予想は非常に重要な変数である。

「期待に働きかける」ことを重視していた黒田体制（の前半）と異なり、植田体制の情報発信においてはインフレ予想をそれほど強調してこなかったため、最近はあまり注目されていないように思うが、日銀の金融政策決定会合後に公表されるステートメントでは、毎回インフレ予想の基調判断が示されている（図表1）。

インフレ予想に関する具体的な指標には、予想主体ごとに様々なものが存在する（図表2）。類型化すれば、①家計による予想、②企業による予想、③金融市場による予想、④専門家（エコノミスト）による予想の4種類が存在しているが、どの予想がより重要かという点についてコンセンサスは得られていないため、日銀の展望レポートでも複数の指標が並列的に紹介されている（具体的には、展望

レポート・背景説明の物価パートを参照)。

展望レポートには多くのインフレ予想指標が掲載されているが、指標ごとに動きはまちまちであり、全体評価が難しい面がある。この点で便利なのは、日銀が2016年の「総括的検証」の際に公表した「合成予想物価上昇率」である。これはその名の通り、各主体のインフレ予想を統計的手法により「合成」したものであり、「真実は中間にある」とのフィロソフィーに基づく指標となっている。この指標は展望レポートでは定例更新されていないが、役員講演資料に登場することがあり、それを通じて最新の動向を知ることができる。直近では2024年2月の内田副総裁の講演における実質金利の図表の中で密かに登場している。このグラフをもとにデータを逆算し、「合成予想物価上昇率」として図示したのが図表3である。これを見ると、足元は1.3~1.4%程度の水準となっており、データのある2007年以降では最高値圏で推移しているが、2%には相応の距離があるのも事実である。なお、合成予想物価上昇率の変動は、図表1の基調判断との連動性も高く、日銀がインフレ予想の基調判断を行う上でこの指標を重視していることが示唆される。

**図表1 日銀によるインフレ予想の基調判断**

	インフレ予想の基調判断	(参考) 金融政策運営
2020年7月～	弱含んでいる (↓)	2021年3月: 「点検」 + YCC変動幅拡大
2021年4月～	横ばい圏内で推移している (↑)	
2021年10月～	持ち直している (↑)	
2022年1月～	緩やかに上昇している (↑)	
2022年4月～	短期を中心に上昇している (?)	
2022年7月～	上昇している (↑)	2022年12月: YCC柔軟化
2023年4月～	上昇したあと、このところ横ばいとなっている (↓)	
2023年7月～	再び上昇の動きがみられている (↑)	2023年7月: YCC再柔軟化
2023年10月～	緩やかに上昇している (↑)	2024年3月: マイナス金利解除・YCC廃止

(注) 括弧内の矢印は基調判断の修正方向を表す

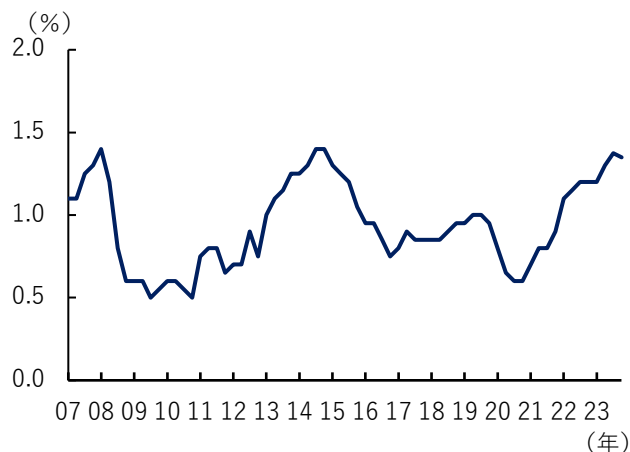
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

**図表2 様々なインフレ予想指標**

家計	消費動向調査
	生活意識アンケート (量的、質的)
企業	短観 (物価全般、販売価格)
	QUICK短観
市場	BEI
	インフレスワップレート
	QUICK債券調査
専門家	ESPフォーキャスト
	コンセンサスフォーキャスト

(出所) 日本銀行等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

**図表3 合成予想物価上昇率 (中長期)**



(注) 内田 (2024) および日本銀行 (2016) から作成

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2. ハイブリッド型フィリップス曲線を用いた思考実験

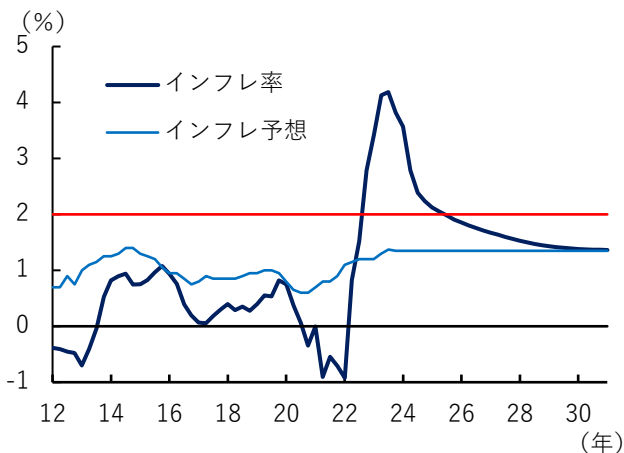
1つの思考実験として、インフレ予想が現状程度（1.3～1.4%）で動かない場合のインフレ動学について、ハイブリッド型フィリップス曲線<sup>2</sup>を用いて検討してみよう。ハイブリッド型フィリップス曲線とは、「物価は、①インフレ予想、②過去のインフレ実績、③需給ギャップで決まる」との考え方に基づく関数であり、標準的なマクロ経済理論で想定される関係に実証的事実を加味して構築されたツールである。なお、「ハイブリッド」とは、「①インフレ予想」と「②過去のインフレ実績」の両方が物価に影響すると考えていることによる。

ここでは、「①インフレ予想＝合成予想物価上昇率は足元の水準から横ばい、②需給ギャップはいったんプラス圏に浮上した後、ゼロ%に向けて徐々にプラス幅を縮小」との仮定を置いてシミュレーションを行った。結果をみると、インフレ率（日銀版コアCPI）は2025年度中に2%を割り、2028年度頃にはインフレ予想の水準である1.3～1.4%まで低下する（図表4）。当然、これでは「2%達成」にはならないので、日銀は金融緩和を継続せざるを得ない。ちなみに、この場合にインフレ率を2%で安定させるためには、需給ギャップのプラス幅が2%程度必要となるため、その実現に向けて「金融緩和継続が必要」とのロジックになる。

逆に、インフレ予想が順調に上昇していく場合にはどうなるだろうか。事前のエコノミスト予想を大幅に上回る「5%賃上げ」が実現しつつある今、インフレ予想が今後上昇していく可能性も十分にある。先行きインフレ予想が緩やかに上昇し、2%で安定する場合について、同じくハイブリッド型フィリップス曲線を用いてシミュレーションしてみると、インフレ率は2%を一度も下回ることなく、2020年代後半にかけて2%程度で安定する（図表5）。この場合は、当然ながら金融緩和を継続する必要はなく、いわゆる「中立金利」まで政策金利を引き上げていくことが妥当である。

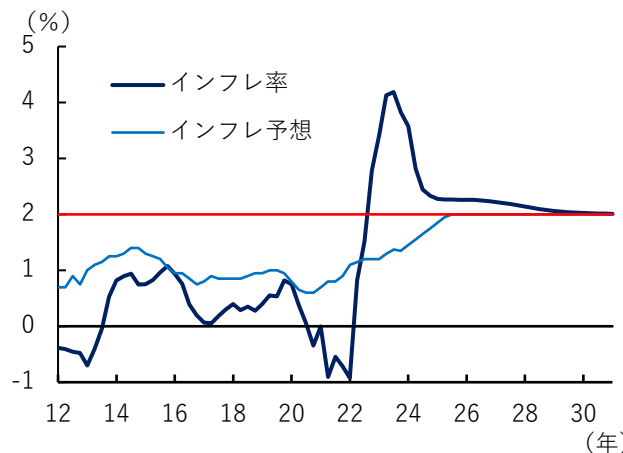
こうしたシミュレーション結果をみれば、インフレ予想がいかに重要な変数であるかは一目瞭然だろう。したがって、今後の日銀の出方を占う上では、「賃金・物価」に加えて、「インフレ予想」をみていくことが重要になる。

図表4 インフレ予想が上がらない場合の物価



(注) インフレ率は日銀版コア。インフレ予想は合成予想物価上昇率  
(出所) 総務省、内閣府、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表5 インフレ予想が上がる場合の物価



(注) インフレ率は日銀版コア。インフレ予想は合成予想物価上昇率  
(出所) 総務省、内閣府、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 3. 「緩和的な金融環境」が崩れない程度のマイルドな利上げが基本線だが…

では、インフレ予想は今後どうなるのだろうか。現時点では「わからない」というのが正直なところである。一般論として、日本のインフレ予想形成においては、バックワード・ルッキングな「適合的期待形成」の比重が大きいとされている。この点、インフレ率は既にピークアウトしており、先行きも鈍化基調が続くことが見込まれるため、適合的期待形成によりインフレ予想も低下していく可能性がある。一方で、前述のように「5%賃上げ」が人々の「物価観」を大きく変える場合には、逆にインフレ予想が上昇していくこともありうる。どちらの蓋然性がより高いかという点については、もう少し関連指標をみていく必要があり、現時点では判断できないというのが筆者の感覚である。

ただし、仮にインフレ予想が現在の1.3~1.4%から全く上がらなかったとしても、「マイルドな利上げ」は必ずしも妨げられない。すなわち、3月決定会合後の情報発信において、日銀は「緩和的な金融環境」が当面維持されるとの見通しを示しているが、このとき問題になるのは、「どれくらい金利を上げて金融環境は緩和的だと言えるのか」である。この問いは、「名目中立金利の水準はどの程度か」という形に言い換えることもできる。名目中立金利については、「名目中立金利」=「自然利子率」+「インフレ予想」という関係にあるわけだが、このうち「自然利子率」の水準については、今のところ日銀は明確なポジションをとっていない。直近では2月末の高田委員の講演資料に自然利子率の図表がみられるが、推計値ごとにかかなりの幅がある（+0.5~▲1%程度）。とりあえずは、合成予想物価と同様に「真実は中間にある」と考えて、ざっくり「ゼロ%程度」としておくのがいいだろう。これにインフレ予想（+1.3~1.4%）を加えた+1.3~1.4%が、（現時点で日銀が認識する）名目中立金利ということになるが、これを十分に下回る水準に政策金利をとどめる限りは、「緩和的な金融環境」は崩れない。どのくらいの差があれば「十分」かは議論の余地があるが、例えば50bpsまで政策金利を上げるくらいであれば、中立金利の半分以下の水準であるため、「緩和的な金融環境」だと無理なく主張できるだろう。したがって、（インフレ予想が現状から低下しない限り）目先1~2年ほどの間にその程度の利上げがあると考えておくのが現時点では無難な推測といえるのではないかと。

一方、インフレ予想が先行き上昇していけば、話は大きく変わってくる。例えばインフレ予想が1.8%まで上昇すれば、その分だけ名目中立金利も上昇するため、100bpsくらいまで政策金利を上げて「緩和的な金融環境」は崩れないだろう。仮にインフレ予想が「2%」で安定すれば、前述の通り、もはや「緩和的な金融環境」を維持する必要もなくなるため、200bpsまで政策金利を上げることも理屈の上では可能になる。もちろん、日銀が金融環境を評価する際には、単に金利をみているだけではなく、アベイラビリティ<sup>3</sup>や資金調達量などもみている（詳しくは、金融政策決定会合の議事録を参照）ので、これらの状況次第にはなるのだが、いずれにしてもインフレ予想とターミナルレートの間に関係があることは間違いない。したがって、今後のインフレ予想の動向には要注目であるし、展望レポート等で日銀がどのような見方・分析を示してくるかも非常に興味深いところである。

## [参考文献]

内田眞一(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—」、2024年2月8日

高田創(2024)「わが国の経済・物価情勢と金融政策—滋賀県金融経済懇談会における挨拶要旨—」、2024年2月29日

日本銀行(2016)「[量的・質的金融緩和]導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」、2016年9月21日

日本銀行(2024)「経済・物価情勢の展望(2024年1月)」、2024年1月24日

原尚子・小池良司・関根敏隆(2020)「フィリップス曲線と日本銀行」、日銀レビュー、2020年4月30日

<sup>1</sup> フィリップス曲線および日本銀行における実務的応用については、原・小池・関根(2020)を参照

<sup>2</sup> インフレ率 $=\alpha\times$ インフレ予想 $+(1-\alpha)\times$ インフレ実績 $+\beta\times$ 需給ギャップ $+\gamma\times$ 輸入物価という式を、合成予想物価の存在する2007年以降のデータで推計。インフレ率は日銀版コアCPI(総合除く生鮮・エネルギー)の季節調整済前期比(年率換算)、需給ギャップは内閣府推計値を使用。コントロール変数として、輸入物価(円ベース)も勘案。

<sup>3</sup> 「アベイラビリティ」は、企業が外部資金調達を必要とするときに必要な分だけできるかどうかを表す尺度であり、簡単に言えば、外部資金調達の「しやすさ」のこと。具体的には、日銀短観における「貸出態度判断DI」やローンサーベイ(主要銀行貸出動向アンケート調査)における「貸出運営スタンスDI」などの指標で観測可能。

**【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート(無料)を配信中!** (「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ(登録無料)では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, [chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp))

●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。