

みずほレポート

# 日本銀行の金融政策運営に関する3つのシナリオ

～詳細版～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト

河田 皓史

2024年5月30日

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

## 問題意識

- 日本銀行が金融政策正常化に着手した。市場の注目は今後の利上げペースに集まっているが、そのカギを握るのは物価・賃金上昇の持続性である
- 利上げの終着点を占う上では、いわゆる「中立金利」の目線も必要
- 本稿では、日本銀行の金融政策に関する以下3つの問いについて考察



Q1. 日本銀行の金融政策運営についてどのようなシナリオが考えられるか？

Q2. 物価・賃金上昇の持続性をどうみるか？

Q3. 利上げの終着点を決める「中立金利」をどうみるか？

# 要旨

---

## ■ Q1. 日本銀行の金融政策運営についてどのようなシナリオが考えられるか？

— 下記3シナリオが考えられる

- ① 0.5%まで政策金利を引き上げたところで利上げ停止【実現確率55%】
- ②-(A) 1%程度まで政策金利を引き上げて利上げ停止【同30%】
- ②-(B) 名目中立金利まで政策金利を引き上げ【同10%】

— 0.5%にも届かない可能性はかなり小さい【同5%】

## ■ Q2. 物価・賃金上昇の持続性をどうみるか？

— 「5%賃上げ」もあって2024年度中のインフレ率(コアCPI)は2%超えがコンセンサス。ただし、賃上げが減速する2025年度にコアCPIは2%を割る可能性が高く、「2%完全達成とは言い難い」状況に落ち着く可能性が高い

— 一方、インフレ予想が既に1%台半ばまで上昇しており、「達成が見通せる状況」がすぐに崩れる可能性も相当低下しているため、中立金利よりはある程度低い水準(1%前後)まで政策金利が引き上げられるシナリオ(Q1における②-(A))にも現実味はあるとみておくべき

## ■ Q3. 利上げの終着点を決める「中立金利」をどうみるか？

— 足元では少なくとも1%程度。利上げが継続するシナリオ(Q1における②-(A)(B))においては、2026~27年度にかけて1%台半ば~2%程度に上昇し、その分だけ利上げ余地が生じると予想されるが、不確実性は非常に大きい

# 1. 日本銀行の金融政策運営に関する3つのシナリオ

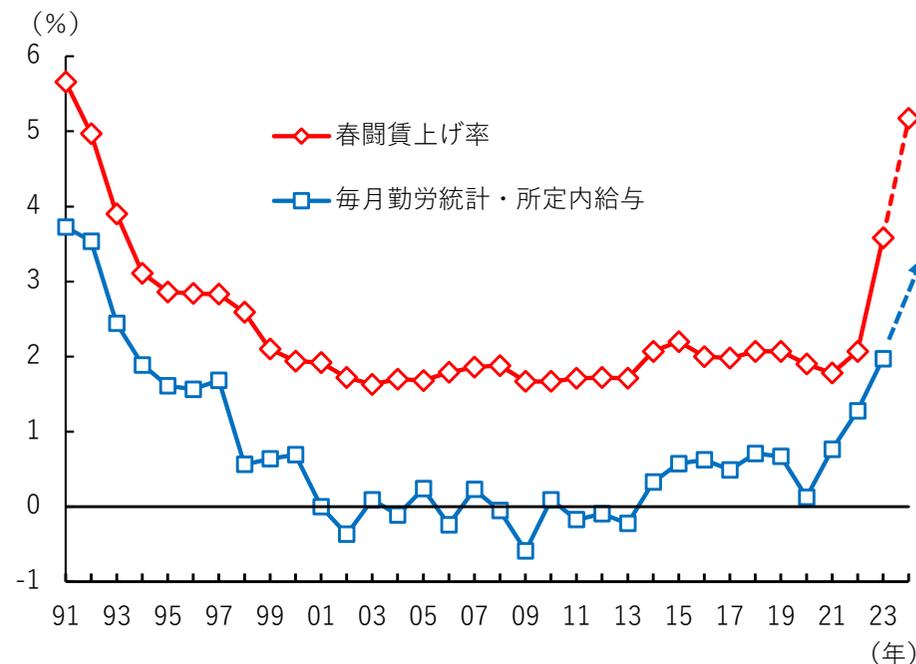
# 「5%賃上げ」が金融政策正常化の開始に向けた最後の一押しに

- 日本銀行は、3月の金融政策決定会合において金融政策の枠組みを見直し、①マイナス金利解除、②YCC廃止、③ETF・J-REITの新規買入れ終了等に踏み切った
- 市場では4月解除論が優勢だった中で日銀が3月解除に踏み切った背景としては、金融政策決定会合の前営業日に公表された春闘賃上げ率(連合・第1回集計)が5%を上回る“超”高水準であったことが大きいとされる

## 金融政策の枠組みの見直し(3月金融政策決定会合)

|  |
|--|
| <b>短期金利</b>  |
| 政策金利残高の付利金利を▲0.1%に設定<br>→ <b>無担保コールO/N物を0~0.1%に誘導</b>  |
| <b>長期金利</b>  |
| YCCのもとで1%を長期金利の上限「目途」に設定<br>→ <b>YCCを廃止</b><br><b>ただし、長期国債買入れ額はこれまでと概ね同程度</b>                            |
| <b>その他</b>   |
| ETF・J-REITを所定のペースで買入れ<br>→ <b>新規買入れを終了</b><br>CP・社債等の買入れ残高を所定の水準に維持<br>→ <b>買入れ額を段階的に減額し、1年後目途で買入れ終了</b> |

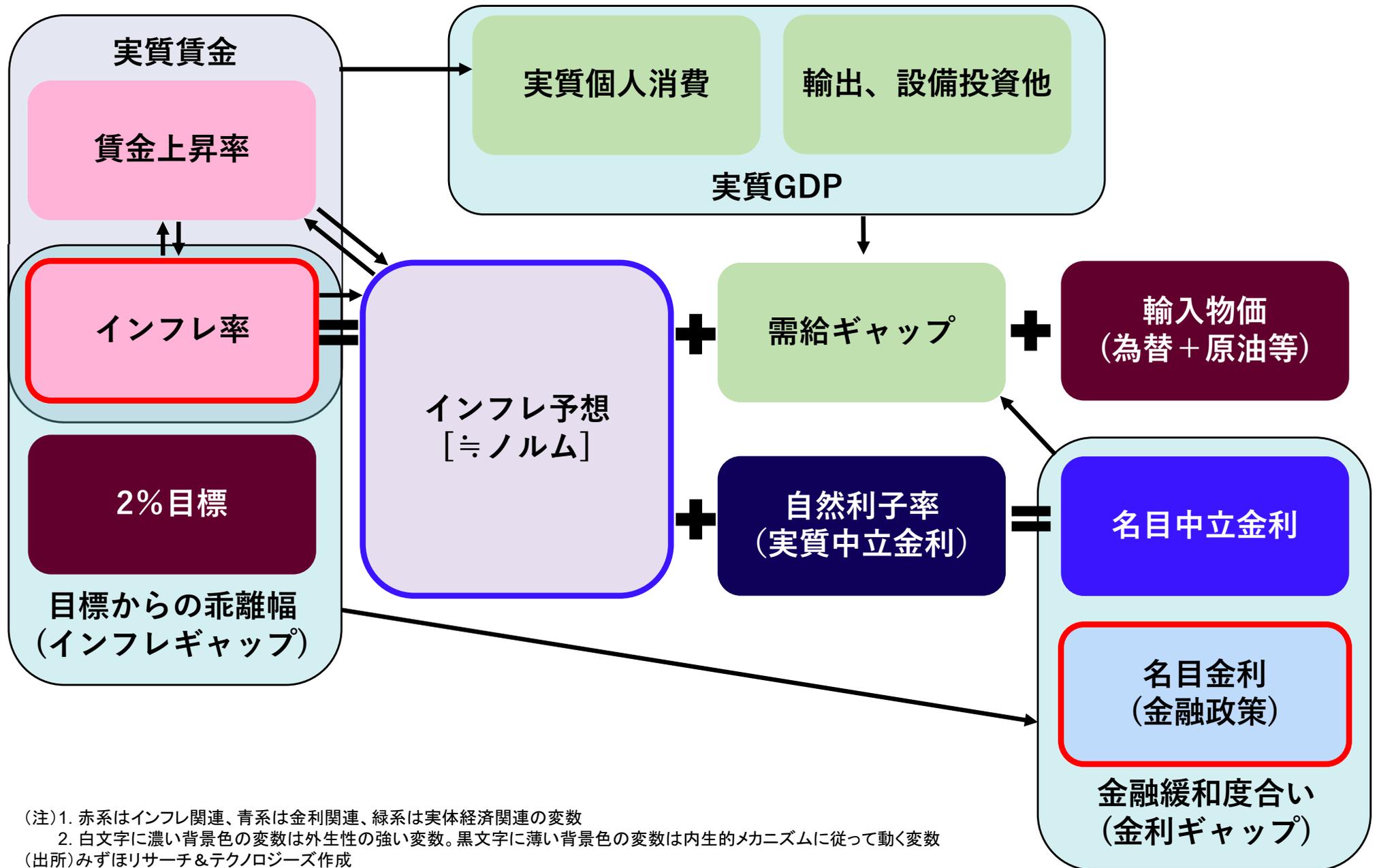
## 春闘賃上げ率



(注) 春闘賃上げ率は連合ベース。2024年を除いて最終集計値(2024年は第5回集計値)。毎月勤労統計・所定内給与は一般労働者ベースの年度値。毎月勤労統計の2016年以降は共通事業所ベース、1993年以前は30人以上事業所ベース  
(出所) 連合、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日銀は何をみて金融政策を運営するのか？(マクロ経済と金融政策の関係)



# 「中立金利」とは何か？ 金融政策にとってどういう意味があるのか？

インフレ予想

将来のインフレ率がどうなるかの予想

+

自然利子率  
(実質中立金利)

景気が「良くも悪くもない」状態に対応する実質金利  
(実質金利 = 金利 - インフレ予想)

※代理変数として「潜在成長率」を用いることも多い

||

名目中立金利

景気が「良くも悪くもない」状態に対応する金利  
これよりも現実の金利が低ければ、「緩和的」

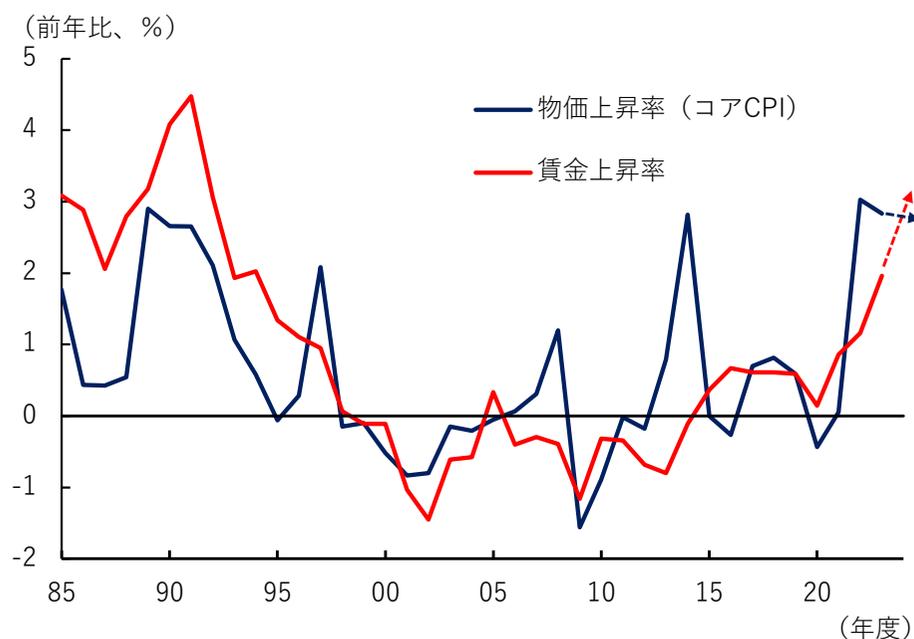
→日銀の利上げペースを占う上で重要な概念  
(一方、正確な計測が非常に難しい)

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 2024年度のインフレ率は2%超えがコンセンサスだが、2025年度は不確実性大

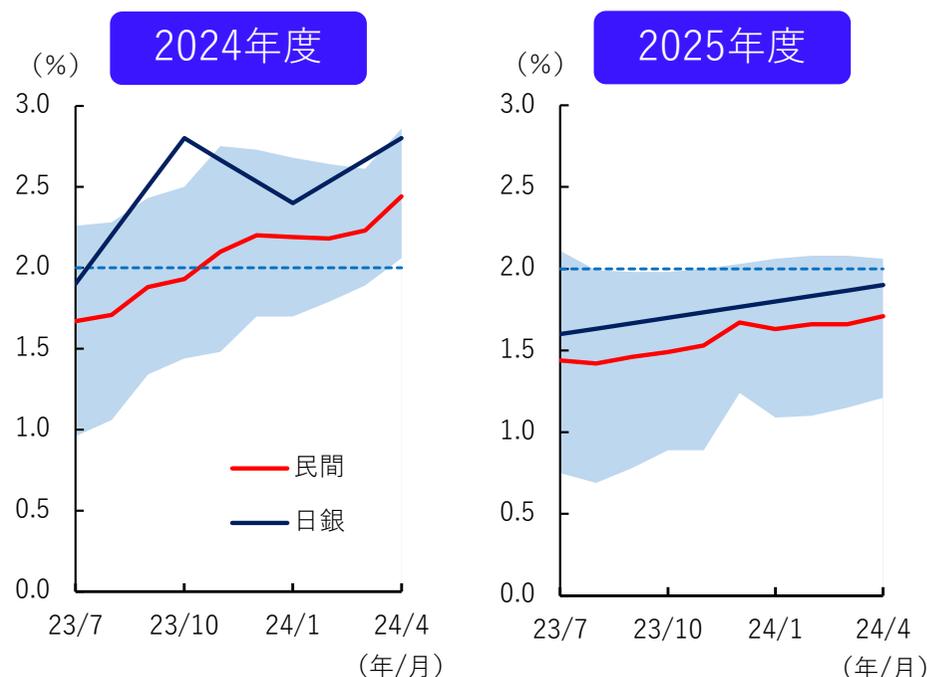
- 「5%賃上げ」を背景に、2024年度の賃金上昇率は3%台が視野に入る。こうした賃金上昇が物価上昇圧力になることなどから、2024年度のインフレ率(コアCPI)は、2%をはっきりと上回ることがコンセンサスになっている
  - ただし、エネルギーを除く日銀版コアCPIについては、2%台に乗せるかどうか微妙なところ
- 一方、2025年度の物価見通しは、目線が定まっていない
  - 2%台を維持するとの見方も少なくないが、1%台前半にとどまるとの見方も多い

## 物価上昇率と賃金上昇率



(注)賃金上昇率は、毎月勤労統計の所定内給与。2016年度以降は共通事業所ベース。  
1990年度以前は30人以上事業所ベース  
(出所)総務省、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

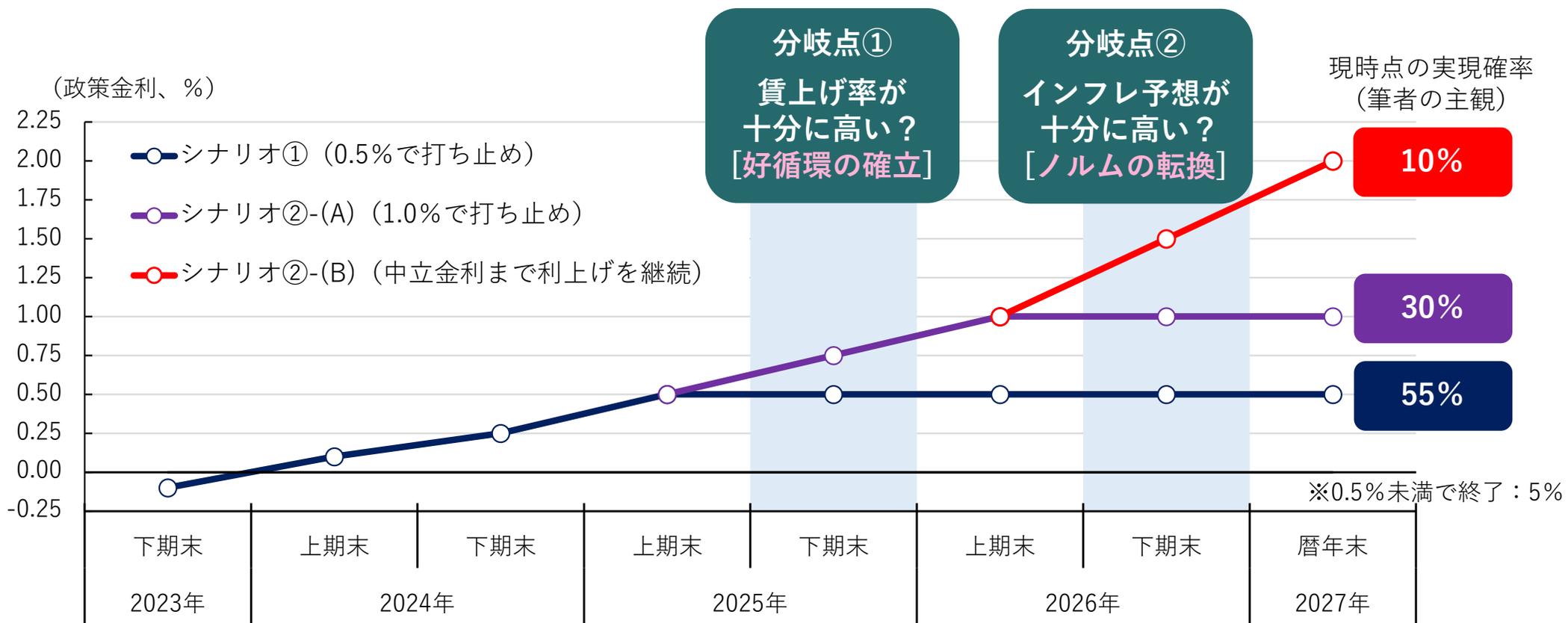
## 2024~25年度の物価見通し(民間、日銀)



(注)コアCPIベース。シャドーの上辺は上位8機関予測平均、下辺は下位8機関予測平均  
(出所)日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 先行きの金融政策運営に関する3つのシナリオ

- 先行きの金融政策運営については、大まかには2パターン考えられる
  - ① 0.5%まで政策金利を引き上げたところで利上げ停止
  - ② それ以降も利上げを継続
- ②の場合は、さらに2つのシナリオが考えられる(①と合わせて合計3シナリオ)
  - ②-(A) 1%程度まで政策金利を引き上げたところで利上げ停止
  - ②-(B) 名目中立金利まで政策金利を引き上げ



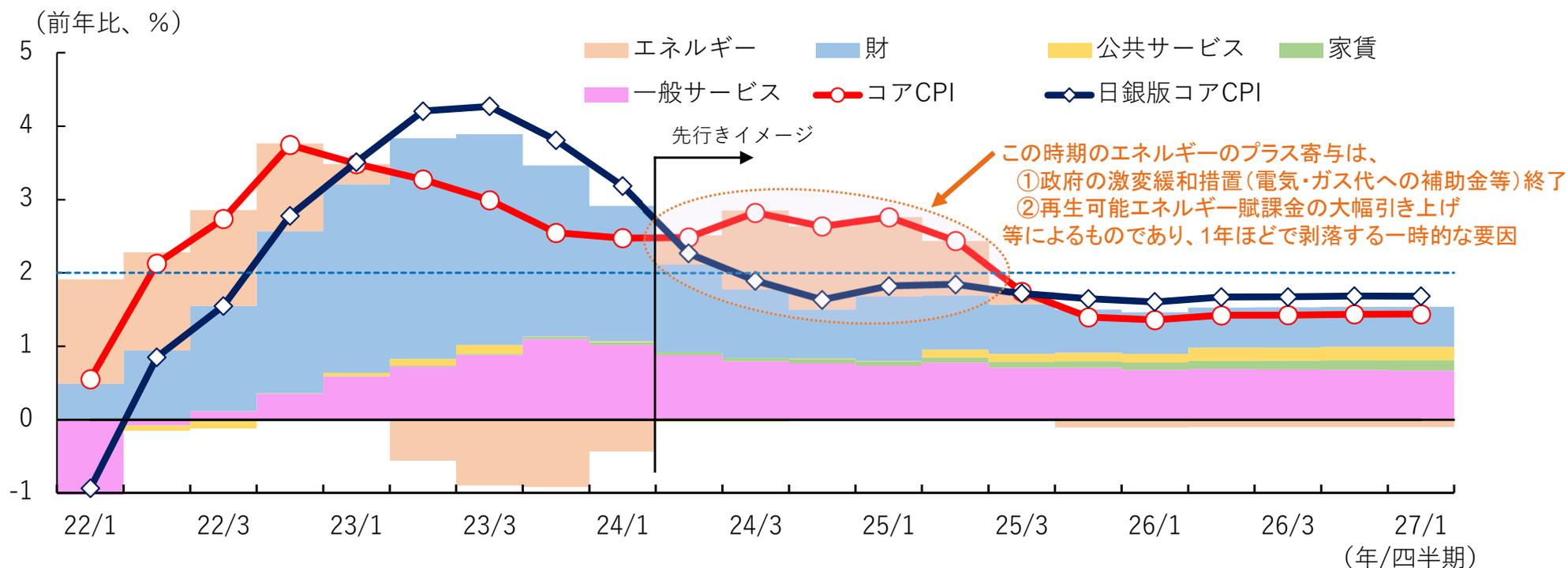
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2. 物価・賃金とインフレ予想

# 物価：インフレ率は2025年度中に2%を割り、その後は1%台半ばで推移する見込み

- インフレ率(コアCPI)は2024年度中は2%を大きく上回って推移すると見込まれるが、①賃上げ率の減速、②エネルギー寄与の剥落を受けて、**2025年度前半に大きくプラス幅を縮小し、1%台半ば程度まで減速**すると予想される
  - エネルギーによる直接的な押し上げのない日銀版コアでは、財物価の伸び率縮小(いわゆる「第一の力」の剥落)に伴って、2024年度中に2%を割る可能性が高い
- 高水準の賃上げ等を受けて、**一般サービスの伸び率は大幅なプラスで当面推移**することが見込まれるが、過去2年の高インフレの主因となった**財の伸び率ははっきりと低下**するとみられる

## インフレ率の先行きイメージ



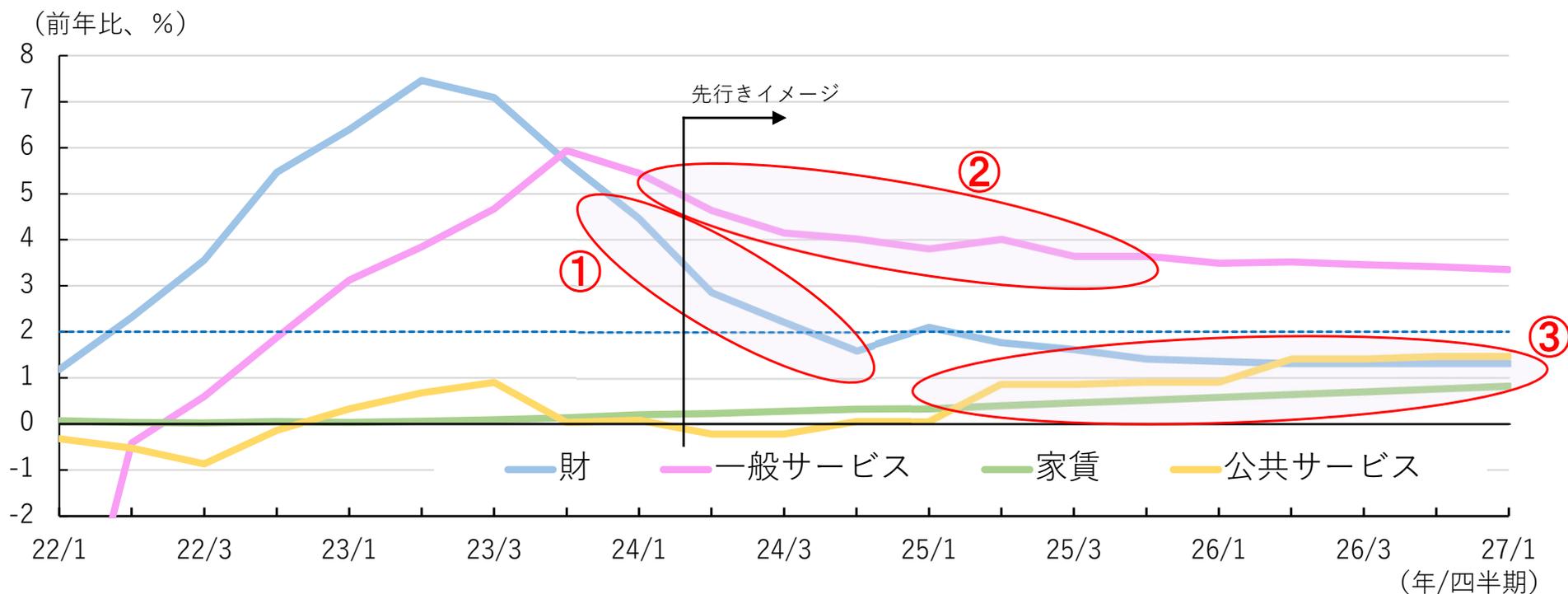
(注) 棒グラフはコアCPIに対する寄与度。先行きの①賃上げ率は減速、②為替レートは緩やかに円高(具体的には東深澤他(2024)の想定に準拠)、③原油価格は緩やかに下落することを前提に作成。財はエネルギーを除き、一般サービスは家賃を除く  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 物価：インフレ率の基調を占う上での注目点

## ■ インフレ率の基調を占う上での注目点は大きく3点

- ①いわゆる「第一の力」の剥落が進む中で財の伸び率がどこまで低下するか
- ②高水準の賃上げが一般サービスにどの程度転嫁されるか(=「第二の力」の発現度合い)
- ③これまでずっと横ばいだった家賃・公共料金の伸び率が拡大していくか

## CPIの内訳ごとの伸び率イメージ



(注) 先行きの①賃上げ率は減速、②為替レートは緩やかに円高(具体的には東深澤他(2024)の想定に準拠)、③原油価格は緩やかに下落することを前提に作成。財はエネルギーを除き、一般サービスは家賃を除く

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

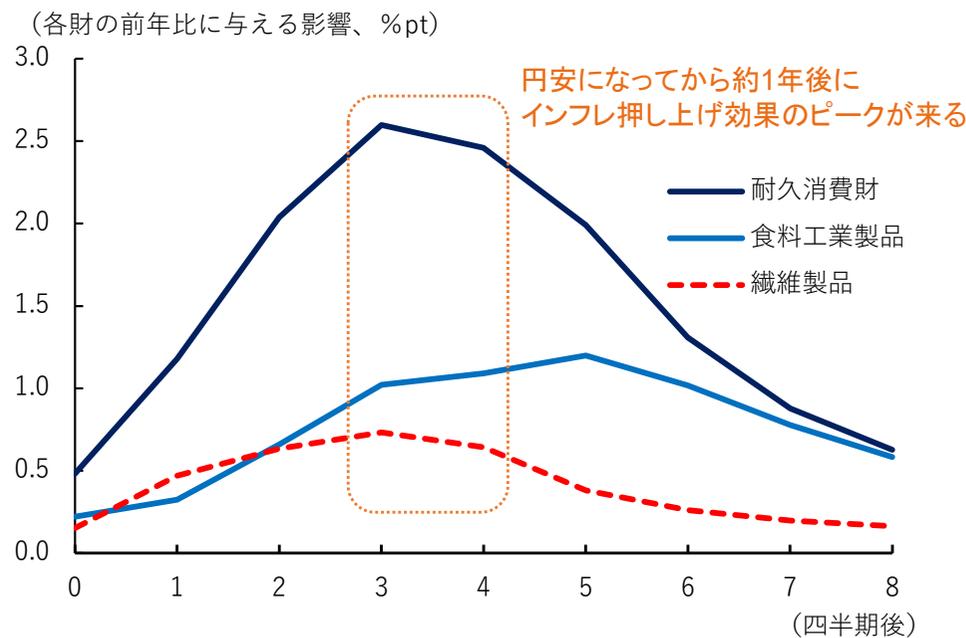
# 財物価：既往の輸入物価上昇の影響が剥落し、伸び率は縮小する見込み

- 既往の輸入物価上昇の影響が剥落する中で、**CPI財は基調としては伸び率を低下させていく**ことが見込まれる
  - ただし、製造業の労務費負担は相応に大きいため、高水準の賃上げが定着すれば、輸入物価の伸び率がゼロでもCPI財の伸び率はある程度のプラスで定着することが想定される
- **足元の円安による物価押し上げ効果は、商品市況高騰と重なった2022～23年頃と比べれば小規模にとどまる見込み**
  - 財の内訳をみると、輸入比率の高い耐久消費財では比較的大きめの影響が出ることが予想される

## 輸入物価とCPI財



## 10%円安ショックに対するCPI財の反応



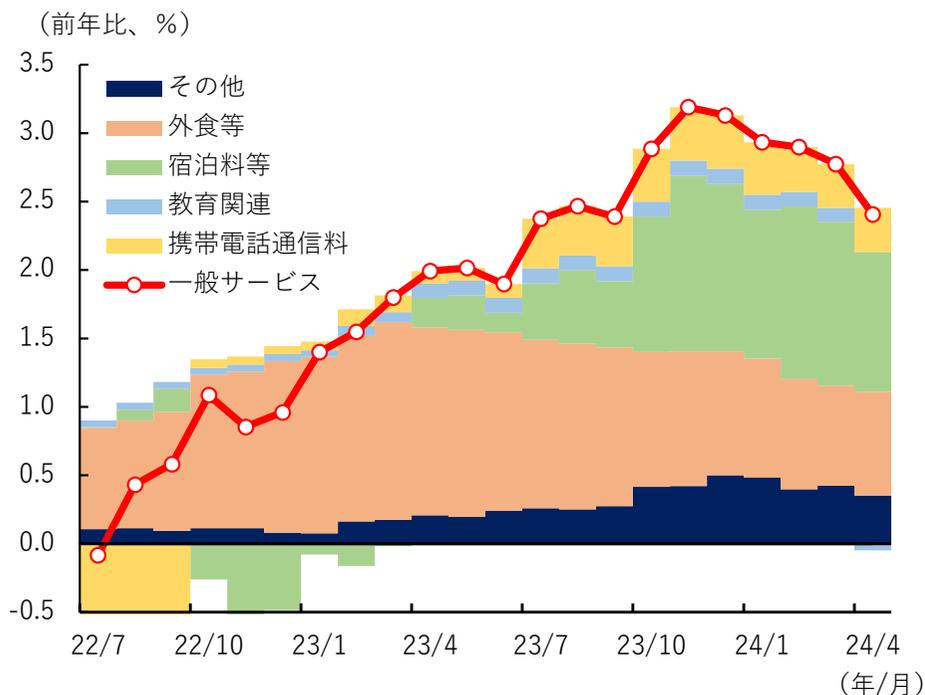
(注) 1. 輸入物価は円ベース。CPI財は生鮮食品とエネルギーを除く  
 2. 輸入物価の先行き(破線)は、前述の為替・原油価格の先行きパスに基づき試算  
 3. CPI財の先行き(破線)は、輸入物価との時差相関に基づき試算  
 (出所)総務省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注)ドル円レート、需給ギャップ、CPI当該分類からなる3変数VARに基づくインパルスレスポンス。推計期間は2005年以降  
 (出所)総務省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# サービス物価：値上げの裾野は広がりつつあるが、なお不十分

- 2023年度中にサービス価格は2%を超えるところまで伸び率を高めたが、寄与度の大部分は一部品目（外食、宿泊料、外国パック旅行費など）によるものであり、満遍なく値上げが進む状況には至っていない
- 一般サービスの品目別価格変動率分布をみても、値上げの裾野にある程度広がりが見られているものの、今なおゼロ%近傍の品目も多く、賃上げの価格転嫁はなお不十分と評価せざるを得ない
  - 2~3%に山が出来ているのは、一部の品目が0~1%から上がってきたことによる部分もあるが、外食などが5%以上から下がってきたことによる部分も相応にある

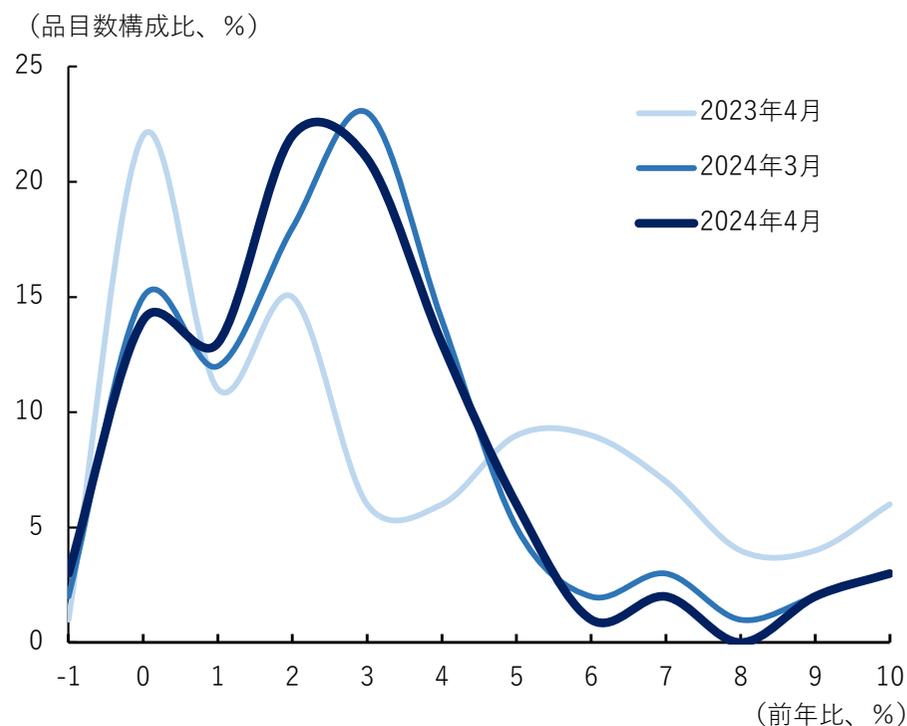
## 一般サービスの寄与度分解



(注) 宿泊料等は宿泊料と外国パック旅行費、外食等は一般外食と家事関連、教育関連は私立学校授業料や補習教育等

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 一般サービスの品目別価格変動率分布

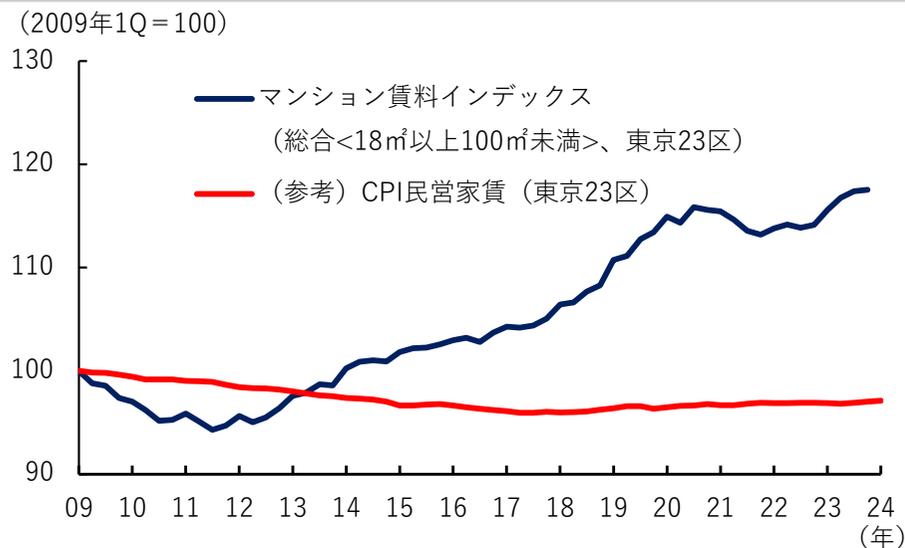


(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

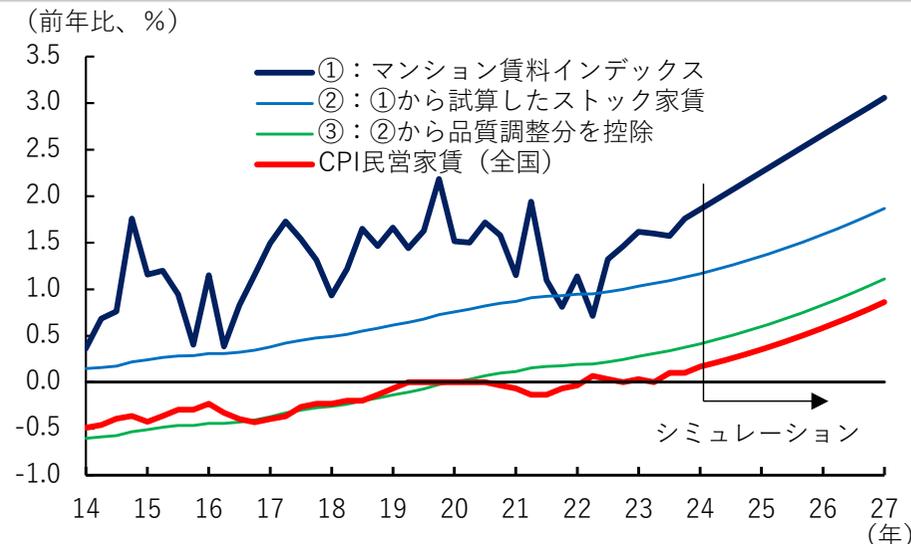
# 家賃: 緩やかに伸び率を高めていくが、2026年度末でも1%に満たない見込み

- マンション価格は首都圏を中心に大幅に上昇しており、成約ベースのマンション賃料(「マンション賃料インデックス」)も上昇傾向にある。一方、CPI家賃は前年比ゼロ%近傍の推移が継続している
  - 「マンション賃料インデックス」は、アットホーム株式会社と株式会社三井住友トラスト基礎研究所が共同で開発した、賃貸マンションの成約事例に基づく賃料指数である
  - CPI家賃の弱さは、①経年劣化に伴う品質調整をしていないこと、②ストックベースのため動きが遅いこと等による
- 成約ベースのマンション賃料上昇が今後も継続することを仮定すれば、CPI家賃も緩やかに上昇していくことが見込まれるが、そのペースは極めて緩慢であり、2026年度末でも前年比+1%に届かないとみられる

## マンション賃料とCPI家賃



## CPI家賃の先行きシミュレーション



- (注) 1. 「①: マンション賃料インデックス」は、複数地域の総合(18㎡以上100㎡未満)指数を単純平均したもの。具体的には、東京23区、東京都下、横浜・川崎市、千葉西部、埼玉東南部、札幌市、仙台市、名古屋市、京都市、大阪広域、福岡市の指数を単純平均
2. 品質調整の影響については、総務省推計値に従い年率0.7~0.8%と想定

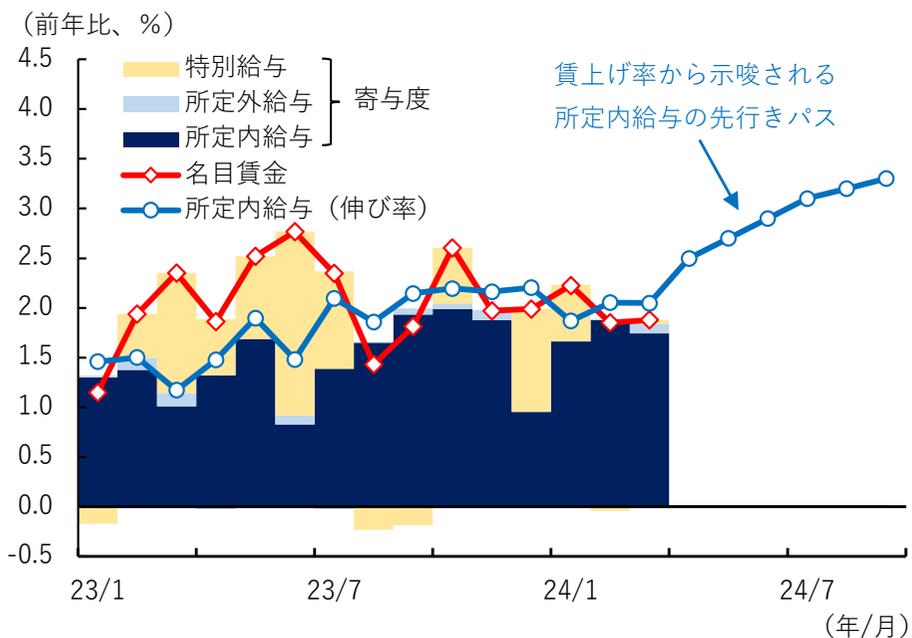
(出所) マンション賃料インデックス(アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所)、総務省より、みずほサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) マンション賃料インデックス(アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所)、総務省より、みずほサーチ&テクノロジーズ作成

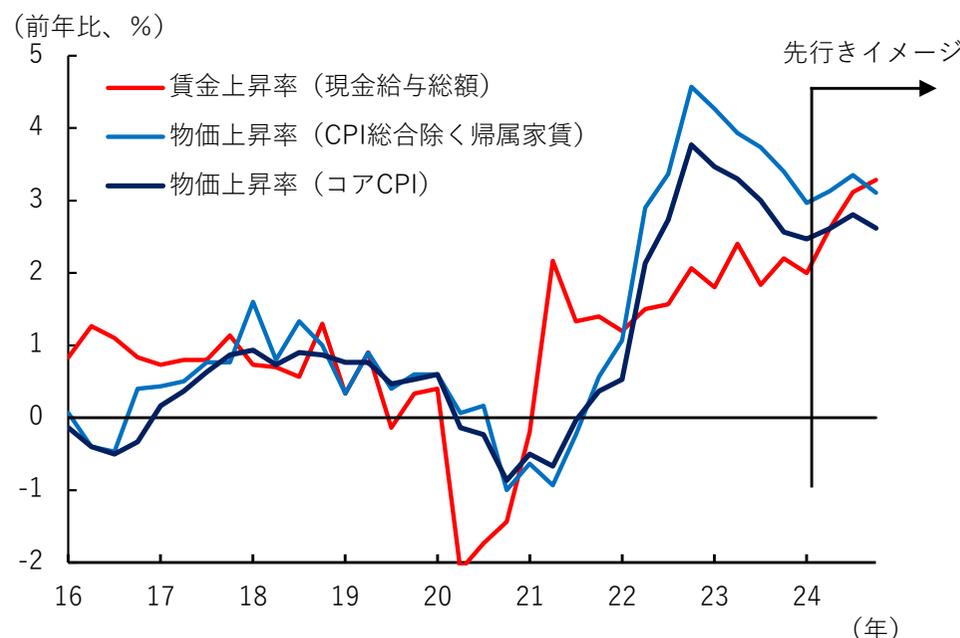
# 賃金：賃金上昇率は3%台に乗せる可能性。ただし、実質賃金のプラス幅は小幅

- 賃上げ(ベア)が直接影響する一般労働者の所定内給与(基本給)については、2024年後半にかけて3%台まで上昇する見込み。賃金全体(現金給与総額)に影響を与える他の要素(①所定外給与、②特別給与、③パート比率)については読みがたい部分もあるが、賃金全体でも3%台に乗せる可能性が高いとみられる
- 一方、前述の通りインフレ率も高水準(実質賃金の計算に用いる「総合除く帰属家賃」では3%台)で推移することが見込まれるため、実質賃金は2024年度後半に辛うじてプラス転化するかどうかといったところ
  - 特別給与(ボーナス)次第で6~7月頃に一時的にプラスとなることはあり得る

## 賃金上昇率の要因分解



## 賃金上昇率と物価上昇率の先行きイメージ



(注) 共通事業所ベース  
(出所) 厚生労働省、連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

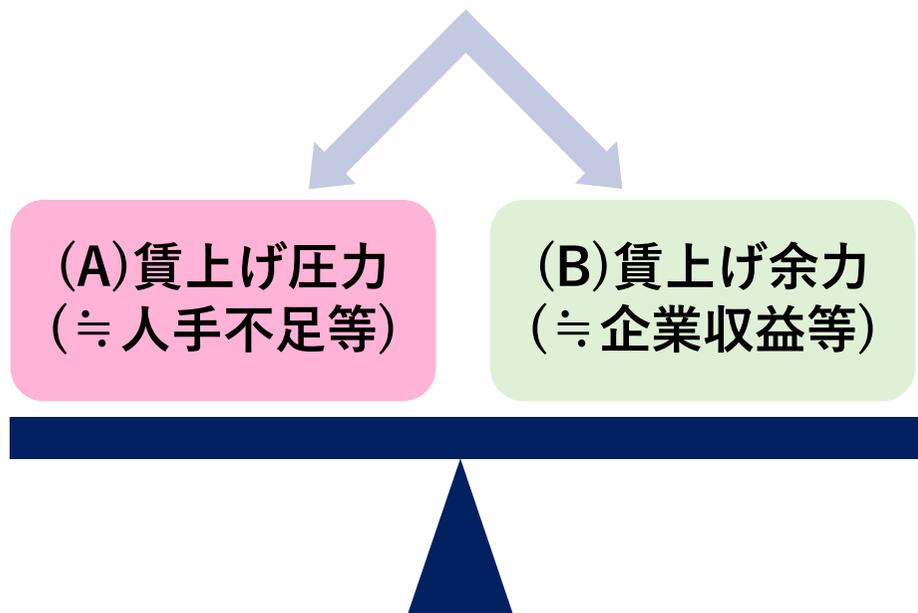
(注) 賃金上昇率は共通事業所ベース  
(出所) 総務省、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 賃金：2025年以降の賃上げ率は企業の「賃上げ余力」低下で減速を見込む

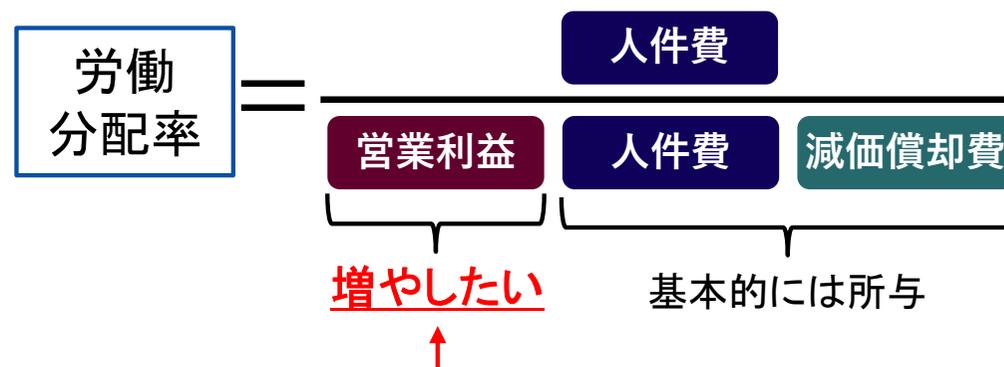
- 賃上げ率は、「賃上げ圧力」(≡人手不足等)と「賃上げ余力」(≡企業利益等)のバランスで決まる
- 「5%賃上げ」を継続するのは「賃上げ余力」から困難で、2025年以降の賃上げ率は減速する可能性が高い
  - 本年の賃上げは、特に中小企業の利益を大きく圧迫することが見込まれる
- 減速度合いを占う上では、賃上げにより増加した労務費をどの程度販売価格に転嫁できるかが最も重要

## 賃金を取り巻く環境

(A)と(B)のバランスがどちらに傾くか次第で  
2025年の賃上げ率は大きく変わる



## 「賃上げ余力」指標としての労働分配率



①賃上げにより増加した労務費の価格転嫁

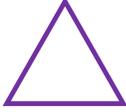
②生産性向上(省力化投資など)

②には時間がかかる。今後1~2年は①が重要

## 賃金：2%インフレ持続のためには4%台半ばの賃上げ率が必要

- コスト要因として賃上げを捉えると、2%インフレを持続するためには4%台半ばの賃上げ率(定昇込み)が必要
  - 賃上げ率がこれに満たない場合は、労務費増加を通じたコストプッシュ圧力が不十分となるほか、実質賃金の減少により個人消費が弱含むことで企業の価格設定スタンスが消極化し、インフレが鈍化する可能性が高い
- したがって、2025年の賃上げ率が4%台半ば以上となれば、日銀は利上げを継続しやすくなると考えられる
  - 逆に賃上げ率が大きく減速する場合には、労務費の価格転嫁が難航していることが示唆され、「賃金・物価の好循環」の継続が難しくなる(現時点ではこちらの方が蓋然性が高い)

### インフレ率2%と整合的な賃上げ率

|           | 賃上げ率3.5%  | 賃上げ率4.0%  | 賃上げ率4.5%  |
|-----------|---|---|---|
| インフレ率2.0% | <br>(コストプッシュが不足) | <br>(微妙なところ) | <br>(十分なコストプッシュ) |

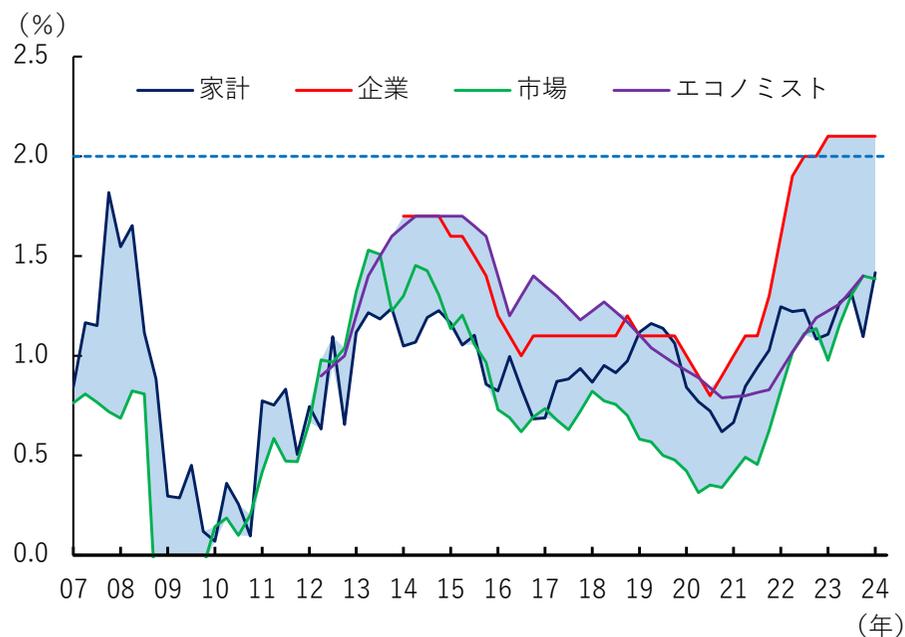
- ↑ 現時点ではこの辺り(3%台後半)が現実的な見方か
- ① 労務費の価格転嫁がまだ不十分
  - ② その結果、中小企業を中心に賃上げ余力が減少

(注)「賃上げ率」は定昇込みの計数  
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# インフレ予想：現状は1%台半ば。2%まで上昇するにはかなりの時間が必要

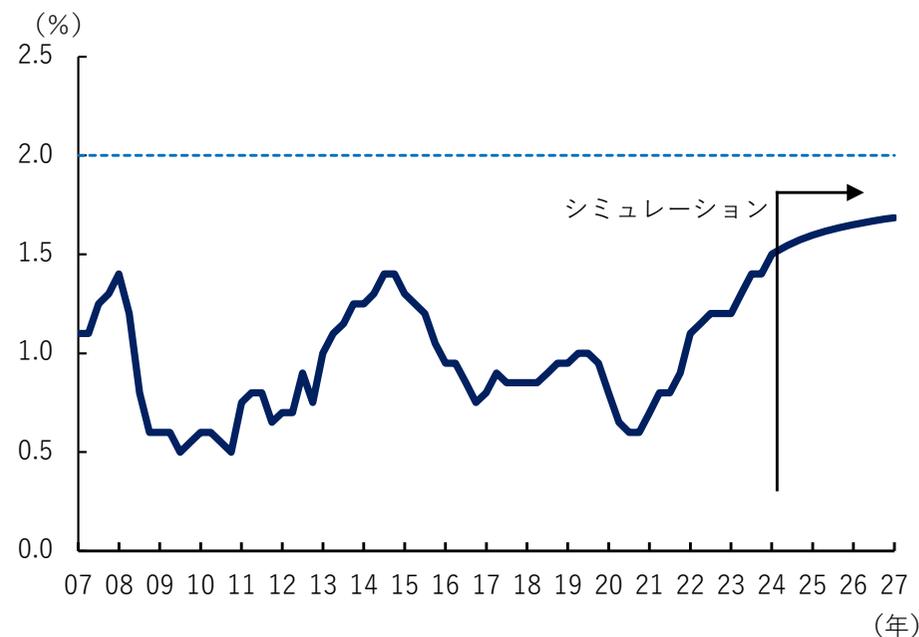
- 2～3年先の物価見通しを考える上では、「インフレ予想」が重要
  - 「インフレ予想」は、日銀が最近多用する「基調的な物価上昇率」と概ね同義
- 主体別の中長期インフレ予想指標をみると、平均すれば足元1%台半ばとなっている
- こうした複数のインフレ予想指標をまとめて単一の指標としたうえで、その先行きについてシミュレーションを行うと、足元の1%台半ばから緩やかに水準を高め、2026年度末には1.7%程度まで上昇するが、2%には届かない。インフレ予想(≡基調的な物価上昇率)が2%に届かなければ、「2%目標の完全達成」ではない

## 主体別の中長期インフレ予想



(注)「家計」は生活意識アンケートの質的回答(5年後)に修正カールソン・パーキン法を適用したもの。「企業」は短観の「物価全般」の5年後。「市場」はBEI10年とQUICK調査(今後10年間)の平均。「エコノミスト」はESPフォーキャスト(7～11年度先)  
(出所)日本銀行、LSEG、QUICK等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中長期インフレ予想の先行きシミュレーション

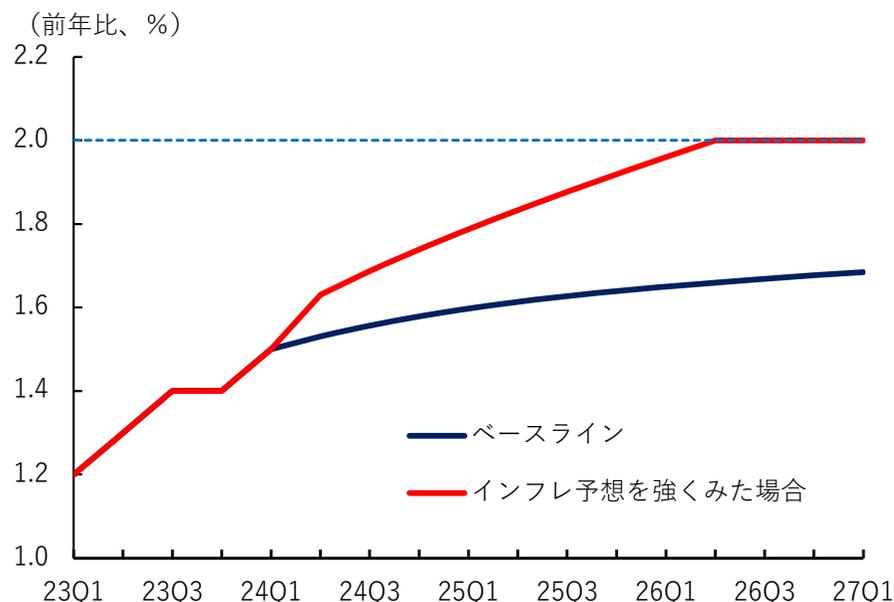


(注)ここでの中長期インフレ予想は、日本銀行が推計した「合成予想物価上昇率」。シミュレーションは、日本銀行(2016)における分析を参考にした。具体的には、民間経済見通しに基づき需給ギャップのパスを外生的に与えた上で、インフレ実績とインフレ予想が相互に影響し合うモデルを構築してシミュレーションを実施  
(出所)日本銀行、LSEG、QUICK等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

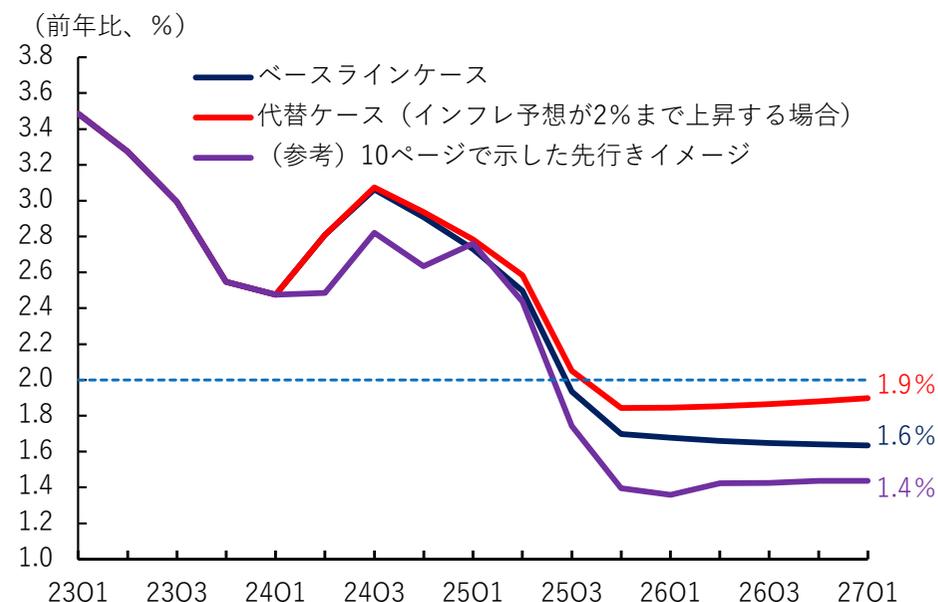
## (参考)ハイブリッド型フィリップス曲線は2026年度末に1.6%程度を予測

- ①現時点のGDP予測値(日銀見通し)から試算した需給ギャップの先行きパスと、②18ページで計算したインフレ予想の先行きパスを用いて、ハイブリッド型フィリップス曲線によるインフレ率のダイナミック・フォーキャストを行った
  - ハイブリッド型フィリップス曲線の定式化:  $\pi_t = \alpha \cdot \pi^e + (1-\alpha) \cdot (\pi_{t-1} + \pi_{t-2}) \cdot 0.5 + \beta \cdot \text{gap} + \gamma \cdot \text{IPI}$ 
    - $\pi$ : インフレ率(前期比)、 $\pi^e$ : インフレ予想、gap: 需給ギャップ、IPI: 円ベース輸入物価(前期比)
- 結果をみると、インフレ予想が1.7%程度まで上昇するベースラインケースでは2026年度末に+1.6%程度、インフレ予想が2.0%程度まで上昇する代替ケースにおいては同+1.9%との結果となった
  - 「ベースライン」でも10ページの「先行きイメージ」(2026年度末に+1.4%程度)より強いのは、家賃・公共料金の上がりにくさを明示的に織り込んでいるか否かに対応する

### 中長期インフレ予想の想定



### インフレ率(コアCPI)のダイナミック・フォーキャスト



(出所)日本銀行、LSEG、QUICK等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)日本銀行、総務省、LSEG、QUICK等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 「分岐点」における評価ポイント

分岐点①【0.5%を上回る水準まで利上げを継続するか？】

注目指標→来年の賃上げ率【好循環が確立したか否か】

A) 賃上げ率が“超”高水準維持 → 2025年度も利上げ継続(分岐点②に進む)

B) 賃上げ率がはっきりと減速 → 利上げ打ち止め(シナリオ①)

現時点で最も蓋然性が高いシナリオ

分岐点②【利上げの終着点はどこか？】

注目指標→2026年頃のインフレ予想【ノルムが転換したか否か】

A) インフレ予想が2%に到達 → 利上げの終着点 ≒ 中立金利(シナリオ②-(B))

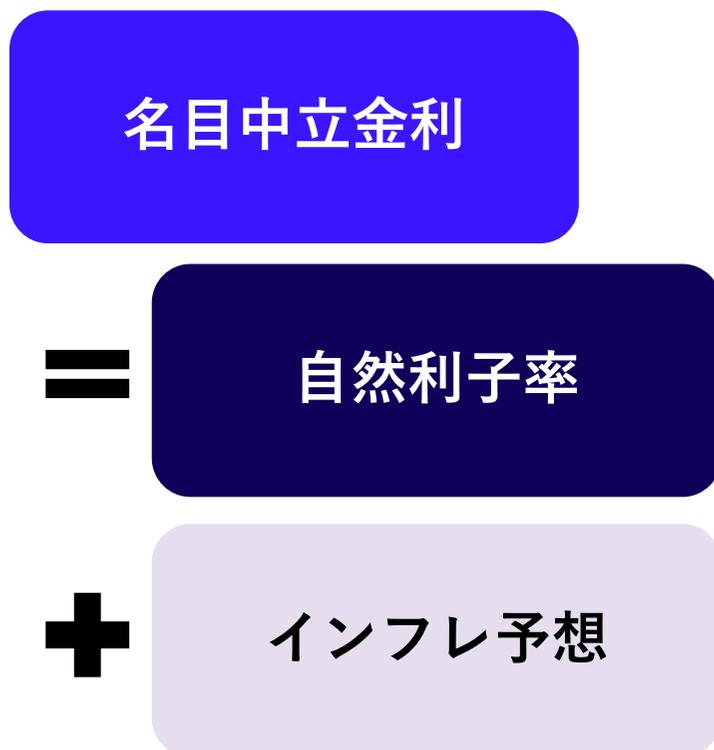
B) インフレ予想が2%に未達 → 利上げの終着点 ≒ 1%程度(シナリオ②-(A))

### 3. 名目中立金利

# 名目中立金利は上昇が見込まれるが、水準に関する不確実性は大きい

- 「中立金利」の水準評価は非常に難しい。したがって日銀の情報発信も慎重なものとなっているが、最近の情報発信を総合すると、足元では「少なくとも1%程度」と評価している可能性が高い
- 中立金利の先行きはインフレ予想(≡基調的な物価上昇率)の上昇ペース次第ではあるが、利上げが継続するシナリオにおいては「1%台半ば～2%程度」まで上昇するとみられるため、インフレ予想が着実に上昇していく場合には、その程度の水準まで利上げが続く可能性を意識する必要がある

## 「名目中立金利」の定義(再掲)

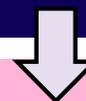


## 名目中立金利の水準(日銀の情報発信等から推測)

### 現在

+1.0～+1.5%程度

※自然利子率は▲0.5～±0.0%、  
インフレ予想は+1.5%として計算



### 将来 (2026～27年度頃)

+1.4～+1.9%程度 (シナリオ②-(A))  
+2.0%程度 (シナリオ②-(B))

※いずれも自然利子率は現在から不変と想定  
インフレ予想は+0.5%pt前後上昇と想定

## (参考) 名目中立金利の水準が少し違うだけで必要な金融緩和度合いは大きく変わる

- 1つの思考実験として、名目中立金利の水準の違いが金融政策にどの程度影響するかをシミュレーションした
  - 単純化のため、「名目中立金利＝インフレ予想」(自然利子率＝0%)を仮定
- インフレ率2%を実現するためには、インフレ予想が目標値(2%)を下回っている分だけ需給ギャップのプラスでインフレを押し上げる必要がある。インフレ予想がインフレ率と名目中立金利の双方に影響するというもとの、日本ではフィリップス曲線の傾き(インフレ率の需給ギャップに対する反応度合い)が小さいため、名目中立金利(＝インフレ予想)の水準が少し違うだけでも必要な金融緩和度合いは大きく変わる

### 名目中立金利の水準から示唆される政策金利の水準

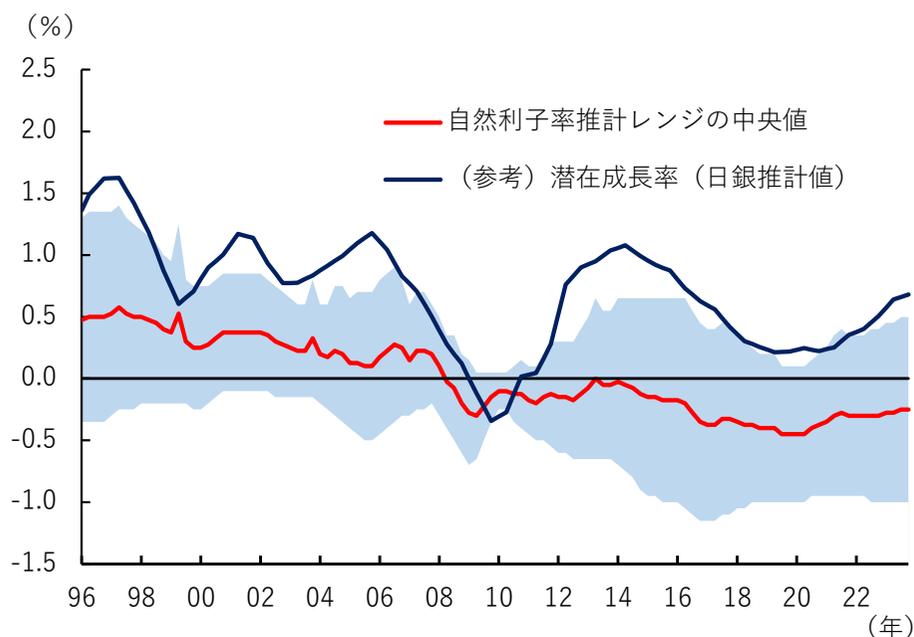
|  | ケース①  | ケース②  | ケース③  |
|--|-------|-------|-------|
| 名目中立金利の水準<br>(＝インフレ予想の水準)              | +1.6% | +1.8% | +2.0% |
| 2%インフレに必要な需給ギャップの水準<br>(＝必要なコストプッシュ圧力) | +1.6% | +0.9% | +0.0% |
| ↑の需給ギャップ実現に必要な政策金利の水準<br>(＝必要な金融緩和度合い) | +0.0% | +0.9% | +2.0% |

(注)1. 「2%インフレに必要な需給ギャップの水準」はハイブリッド型フィリップス曲線を用いた推計値  
 2. 「需給ギャップ実現に必要な政策金利の水準」は「需給ギャップ＝金利ギャップ」と仮定して算出  
 (出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考) 日銀による自然利子率の推計レンジはかなり広い

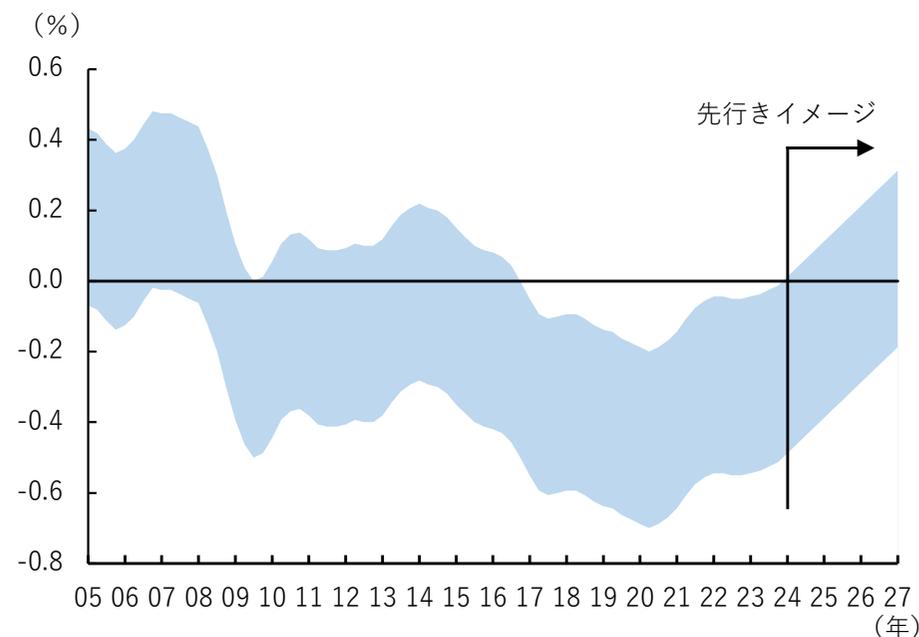
- 日銀による自然利子率の推計値はモデルごとの差が大きく、足元では相当広いレンジにある(▲1.0~+0.5%)
  - 2016年の「総括的検証」の際にも概ね同様の推計レンジを示していたが、その際は自然利子率の水準を「概ねゼロ%近傍」と評価していた。その前例があるもとの、現在の推計レンジの中央値が▲0.2~▲0.3%程度の小幅マイナスであることを踏まえると、日銀の本音ベースの自然利子率の目線は「ゼロ%ないし小幅マイナス」とみられる
- 日銀は潜在成長率が「緩やかに上昇する」と想定しているため、自然利子率も徐々に高まると想定している可能性
  - 潜在成長率や自然利子率が本当に高まるかどうかは、極めて不確実性が大きい

### 日銀による自然利子率の推計レンジ



(注) 日本銀行(2024)に示された自然利子率の推計値の存在範囲を図示したもの  
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 日銀の情報発信から推測される先行きの自然利子率



(注) レンジは左図の中央値(後方4四半期移動平均)±0.25%pt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

## 4. 日本銀行の情勢認識と今後の注目点

## 4月展望の経済・物価見通しのポイント

|    |                 | 1月展望   | 4月展望  |
|----|-----------------|--|---|
| 経済 | 「当面」            | 海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復を続ける                                      | 海外経済が緩やかに成長していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける                                |
|    | 「その後」           | 所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続ける  |   |
|    | 潜在成長率           | 緩やかに上昇していくとみられる。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる  | 緩やかに上昇していくとみられる。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる   |
|    | 需給ギャップ          | 見通し期間終盤にかけては、徐々にペースを鈍化させつつもプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される   | 見通し期間終盤にかけては、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される  |
| 物価 | 基調的な上昇率         | マクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる             | マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとみられる |
|    | 固有リスク<br>（「概要」） | 長期にわたる低成長やデフレの経験などから賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が社会に定着してきたことを踏まえると、賃金と物価の好循環が強まっていくか注視していくことが重要である | 記述なし  |

(注) 下線は4月展望と1月展望で表現が異なる箇所

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日銀の「インフレ予想」・「金融環境」・「金融システム」に関する評価と考え方

|            |      | 1月展望（金融システムは10月展望）  | 4月展望  |
|------------|------|---|---|
| インフレ<br>予想 | 基調判断 | 緩やかに上昇している  | 緩やかに上昇している  |
|            | 現状説明 | 適合的期待形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきており、企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられている | 適合的期待形成の強いわが国において、これまでの物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらしてきている。企業の賃金・価格設定行動には、従来よりも積極的な動きがみられており、 <u>本年の春季労使交渉では、昨年を上回るしっかりとした賃上げが実現する可能性が高い。また、賃金の上昇を販売価格に反映する動きも強まっている</u> |
|            | 先行き  | 需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動や労使間の賃金交渉が変化のもと、 <u>見通し期間終盤にかけて予想物価上昇率も緩やかに上昇していくと考えられる</u>                | 需給ギャップの改善が続き、企業の賃金・価格設定行動が変化のもと、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる  |
| 金融環境       | 基調判断 | 緩和した状態にある   | 緩和した状態にある   |
|            | 金利関係 | 企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している   | 企業の資金調達コストは、 <u>足もとでは上昇しているが、なお低い水準で推移している</u>  |
| 金融システム     | 基調判断 | 全体として安定性を維持している   | 全体として安定性を維持している   |
|            | 金利関係 | 記述なし  | <u>有価証券投資におけるリバランス行動などを反映して、円金利の上昇に対する金融機関の耐性も改善方向にある</u>   |

(注) 下線は4月展望と1月展望(または10月展望)で表現が異なる箇所  
 (出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 金融政策運営を占う上での今後の注目ポイント

|             | 経済指標  | 日銀   | その他   |
|-------------|---|--|---|
| 2024年6月     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 毎勤（4月）、CPI(5月)</li> </ul>  |  |   |
| 2024年7～9月   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 短観(6月)</li> <li>・ 生活意識アンケート(6月)</li> <li>・ CPI(6～8月)</li> <li>・ 毎勤(5～7月)</li> <li>・ GDP(4～6月)</li> <li>・ 法人季報(4～6月)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 多角的レビュー結果公表？</li> </ul>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ シントラ（ECB）</li> <li>・ ジャクソンホール（Fed）</li> <li>・ 自民党総裁選</li> <li>・ 政局(衆院解散？)</li> </ul> |
| 2024年10～12月 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 短観(9月)</li> <li>・ 毎勤(8～10月)</li> <li>・ 連合の賃上げ要求方針</li> <li>・ GDP(7～9月)</li> <li>・ 法人季報(7～9月)</li> <li>・ 短観(12月)</li> </ul>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 10月FSR</li> <li>・ 多角的レビュー結果公表？</li> </ul> |   |
| 2025年1～3月   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 毎勤(11～1月)</li> <li>・ 2025年賃上げ率</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 安達委員任期満了</li> </ul>                       |   |
| 2025年度上期    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 前年と同様</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 中村委員任期満了</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 参院選(ダブル選？)</li> </ul>  |
| 2025年度下期    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 前年と同様</li> </ul>   |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 衆院議員任期満了</li> </ul>  |
| 2026年度上期    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 前年と同様</li> <li>・ CPI基準改定</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 野口委員任期満了</li> <li>・ 中川委員任期満了</li> </ul>   |   |

(注)MPMやFOMC、マーケット動向は省略

(出所)各種報道、日本銀行等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 参考文献

---

- 植田和男 (2024)「賃金と物価の好循環と今後の金融政策運営—読売国際経済懇話会における講演—」、2024年5月
- 上村未緒 (2024)「4月日銀会合は将来的な利上げの展望を明示—2025年前半までに2回程度の緩やかな利上げへ—」、Mizuho RT EXPRESS、2024年5月
- 河田皓史 (2024a)「「5%賃上げ」後の賃上げ余力—労働分配率の先行きについて考える—」、みずほインサイト、2024年4月
- 河田皓史 (2024b)「CPI家賃はなぜ上がりにくいのか—フロー家賃の波及はごく緩やか—」、みずほインサイト、2024年3月
- 河田皓史 (2024c)「サービス物価2%の賞味期限—春先に1%台半ばまで低下すると予想—」、みずほインサイト、2024年1月
- 河田皓史 (2024d)「中小企業の「値上げ力」の現在地—「賃金・物価の好循環」実現に向けた最後のピース—」、みずほインサイト、2024年1月
- 河田皓史 (2024e)「日本銀行の金融政策運営に関する3つのシナリオ—要約版—」、みずほレポート、2024年5月
- 河田皓史 (2024f)「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—」、みずほインサイト、2024年4月
- 河田皓史 (2023)「物価の基調をどうみるか—2024年度初のサービス価格改定が正念場—」、みずほインサイト、2023年11月
- 日本銀行 (2024)「経済・物価情勢の展望(2024年4月)」、2024年4月
- 日本銀行 (2021)「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」、2021年3月
- 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
- 東深澤武史・有田賢太郎・福田善之・上村未緒・服部直樹・酒井才介・松浦大将 (2024)「円安が進むドル円の再評価—緩やかな円高予想も、日米金利や円需給を巡る不確実性は円安リスクに—」、みずほレポート、2024年4月
- 門間一夫 (2024)「グリードフレーションのゆくえ—今年の賃上げの意味を考える—」、門間一夫の経済深読み、2024年3月

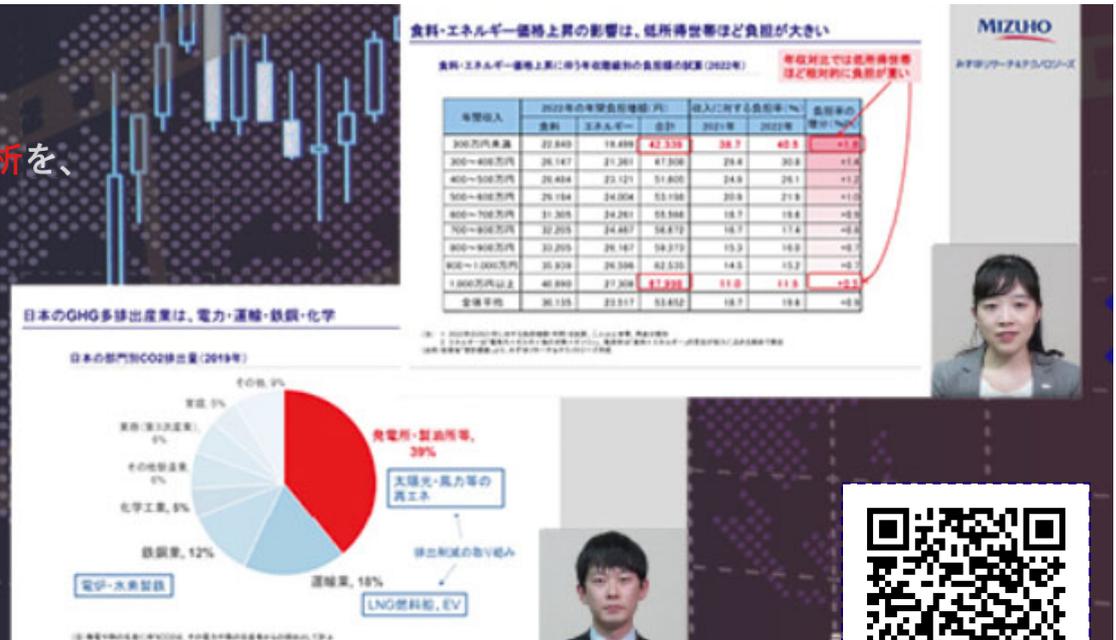
## 旬なテーマを動画でお届け。YouTube®動画「MHRT Eyes」配信中！

エコノミスト・コンサルタントによる**速報性の高い分析**を、  
5分程度の動画で**クイックかつ分かりやすく解説**

# MHRT Eyes

複雑さ、変化の激しさを増す**経済・金融動向**…  
旬な**マクロ情報**を、いち早く**動画**でお届け

多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅  
YouTube動画で手軽に素早くインプット



コンテンツ拡大中！>>>>

ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



みずほリサーチ&テクノロジーズ  
公式YouTube®にて配信中

(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

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

(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)



エコノミスト・研究員  
30名以上で幅広い分野を網羅



PCの方は

<https://www.mizuho-rt.co.jp/solution/analysis/economist/index.html>



調査レポート(無料)  
経済・金融動向を解説



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



メールマガジン(登録無料)  
レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



ご登録はQRコード®をスキャンして頂くか、  
ブラウザから下記URLを入力してください。

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

お問い合わせ：  
みずほリサーチ&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>

---

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査本部  
調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト 河田 皓史

TEL: 080-2074-8973

E-mail: [hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp](mailto:hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp)

Copyright © みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社

本資料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。