

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

～要約版～

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**

# 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？

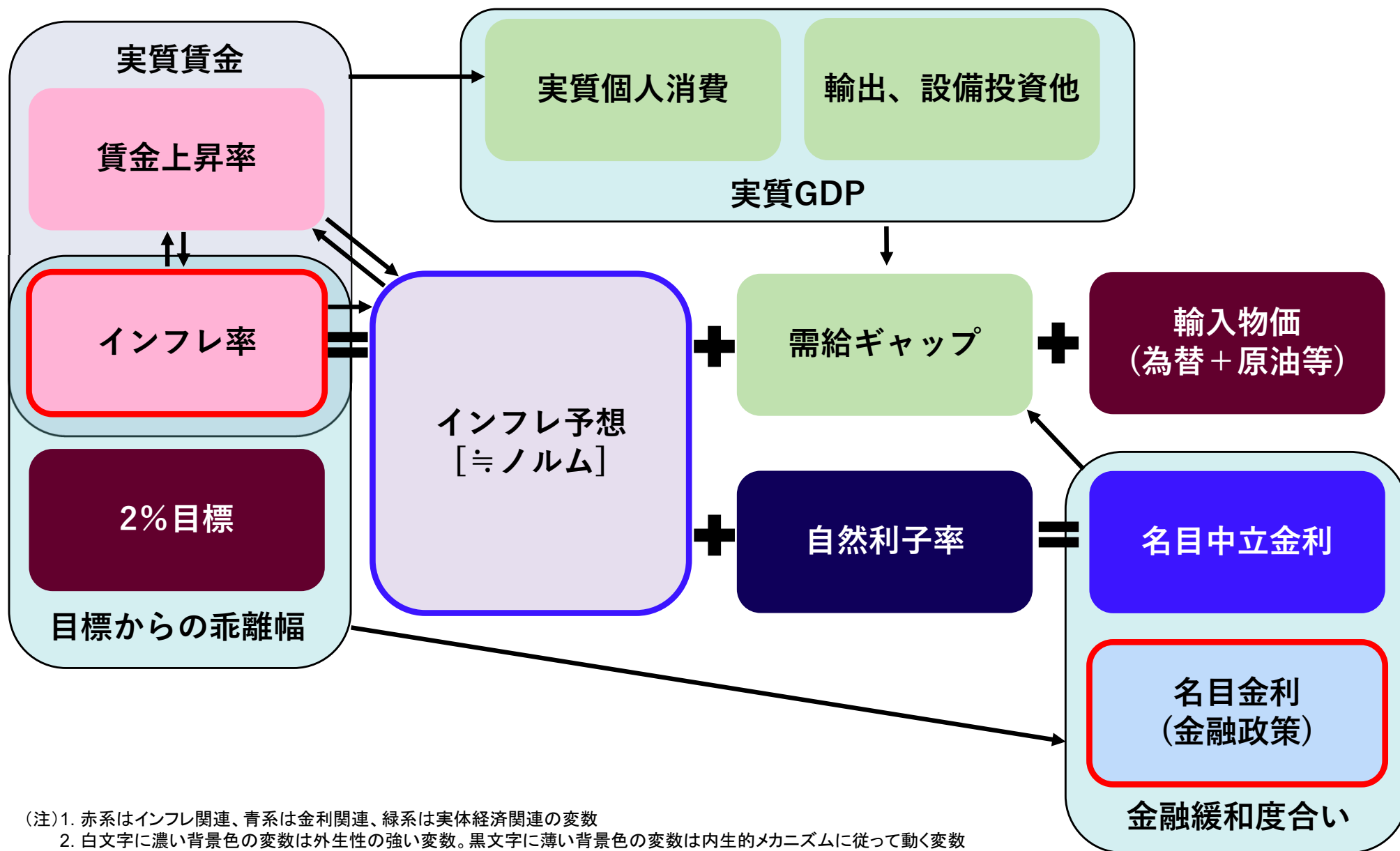
— 「5%賃上げ」もあって2024年度中のインフレ率(コアCPI)は2%超えがコンセンサス。ただし、賃上げが減速する2025年度にコアCPIは2%を割る可能性が高く、「2%完全達成とは言い難い」状況に落ち着く可能性が高い

— 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

# 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)



(注)1. 赤系はインフレ関連、青系は金利関連、緑系は実体経済関連の変数

2. 白文字に濃い背景色の変数は外生性の強い変数。黒文字に薄い背景色の変数は内生的メカニズムに従って動く変数  
 (出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 「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)

||

名目中立金利

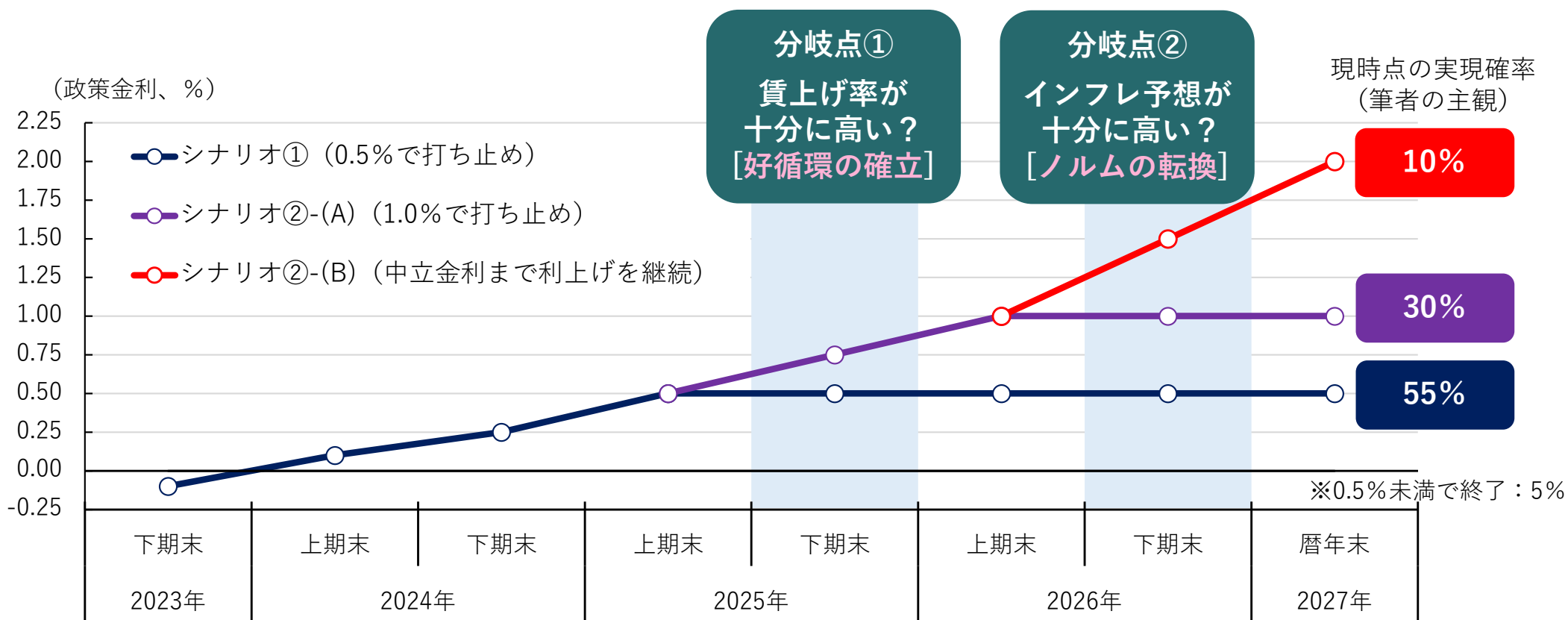
景気が「良くも悪くもない」状態に対応する金利  
これよりも現実の金利が低ければ、「緩和的」

→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

# 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

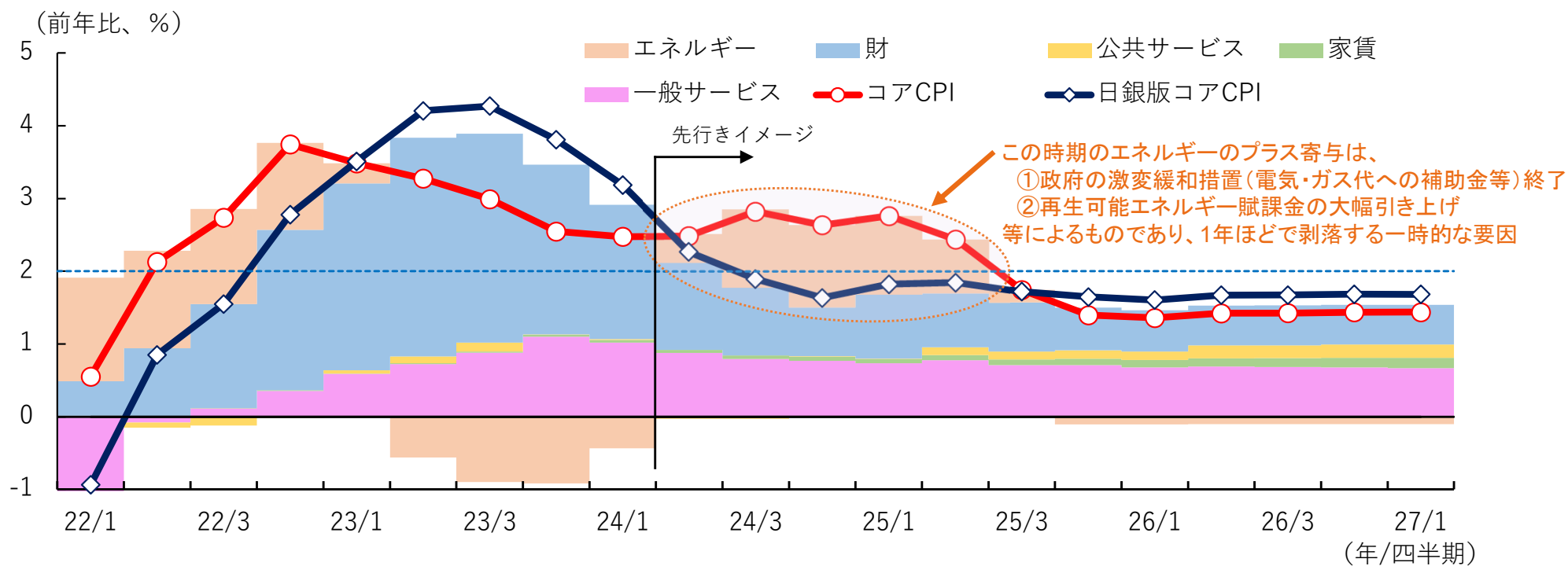


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 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
- 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



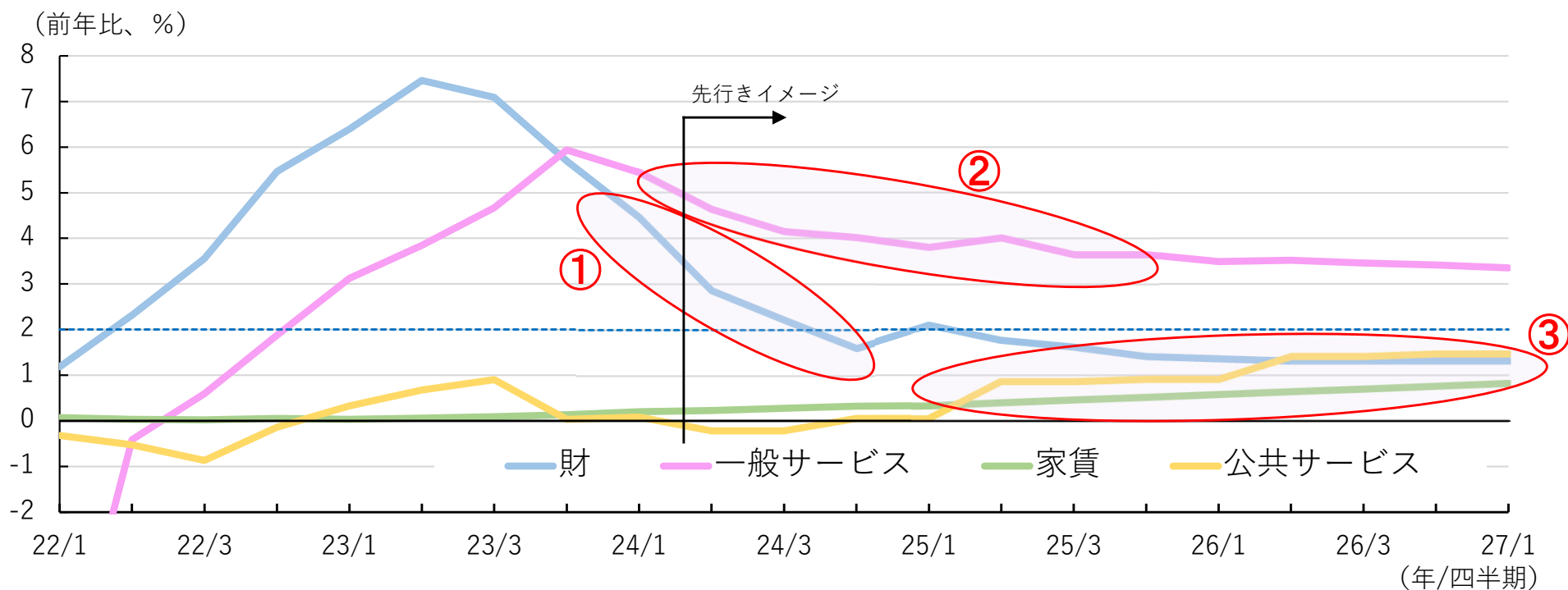
(注) 棒グラフはコアCPIに対する寄与度。先行きの①賃上げ率は減速、②為替レートは緩やかに円高(具体的には東深澤他(2024)の想定に準拠)、③原油価格は緩やかに下落することを前提に作成。財はエネルギーを除き、一般サービスは家賃を除く  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 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



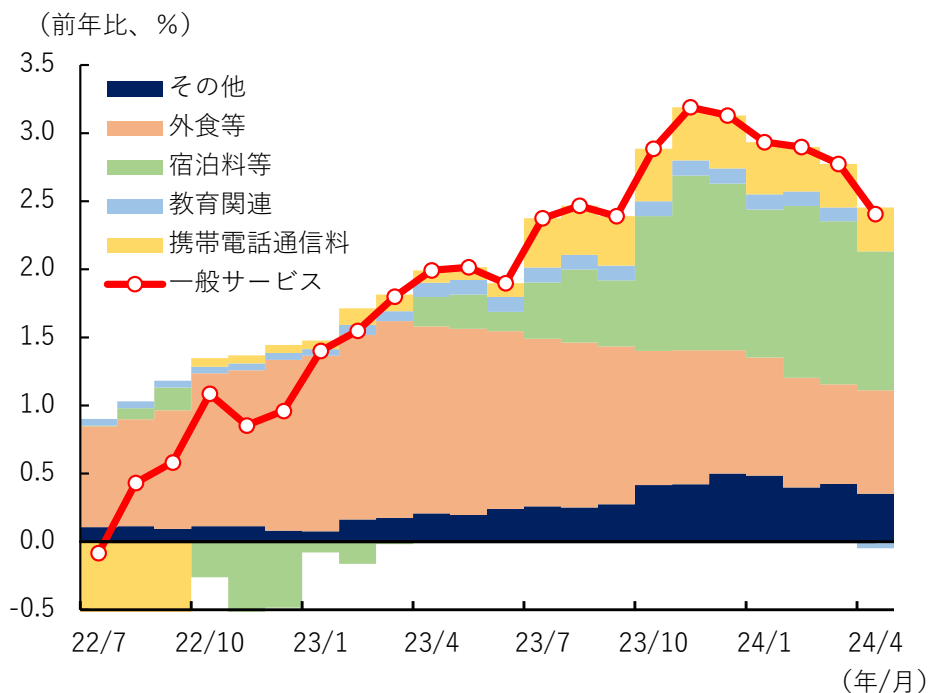
(注) 先行きの①賃上げ率は減速、②為替レートは緩やかに円高(具体的には東深澤他(2024)の想定に準拠)、③原油価格は緩やかに下落することを前提に作成。財はエネルギーを除き、一般サービスは家賃を除く

(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

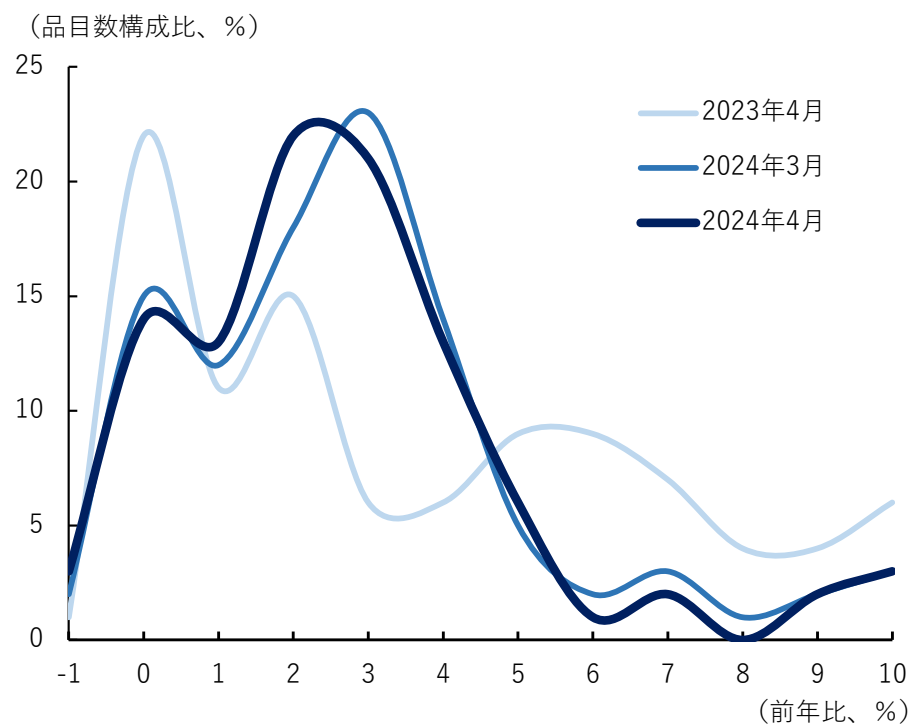
## 一般サービスの寄与度分解



(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

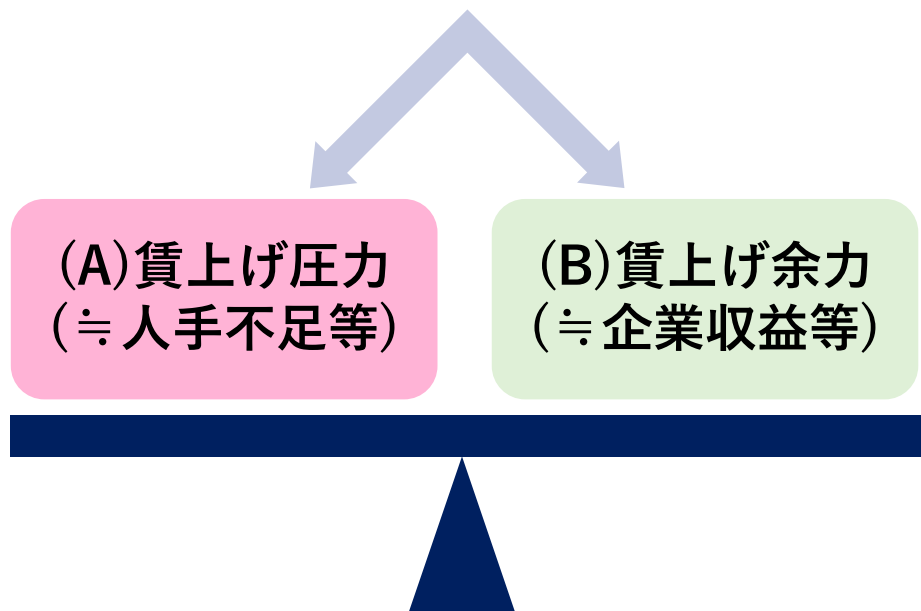


# 賃金：2025年以降の賃上げ率は企業の「賃上げ余力」低下で減速を見込む

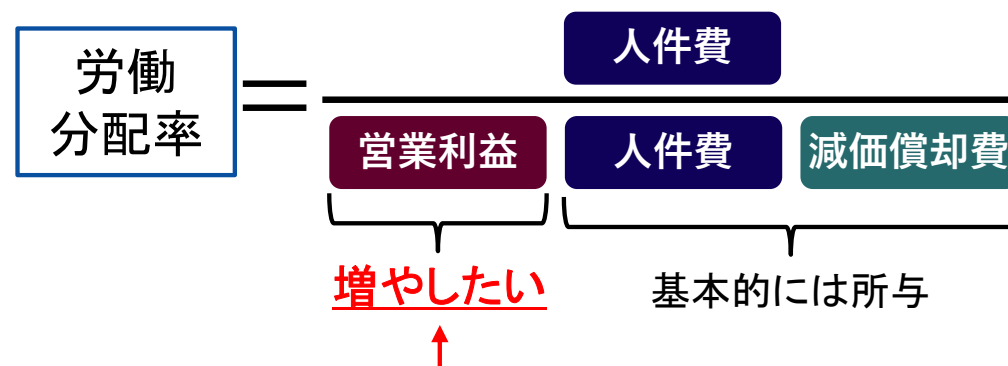
- 賃上げ率は、「賃上げ圧力」(≡人手不足等)と「賃上げ余力」(≡企業利益等)のバランスで決まる
- 「5%賃上げ」を継続するのは「賃上げ余力」から困難で、2025年以降の賃上げ率は減速する可能性が高い
  - 本年の賃上げは、特に中小企業の利益を大きく圧迫することが見込まれる
- 減速度合いを占う上では、賃上げにより増加した労務費をどの程度販売価格に転嫁できるかが最も重要

## 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%	 (コストプッシュが不足)	 (微妙なところ)	 (十分なコストプッシュ)

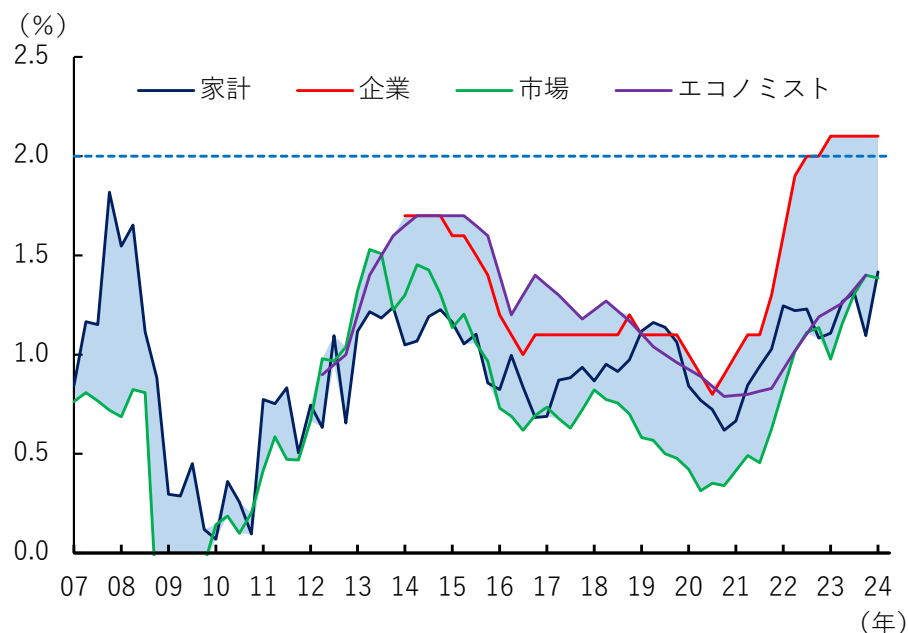
- ↑ 現時点ではこの辺り(3%台後半)が現実的な見方か
- ① 労務費の価格転嫁がまだ不十分
  - ② その結果、中小企業を中心に賃上げ余力が減少

(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

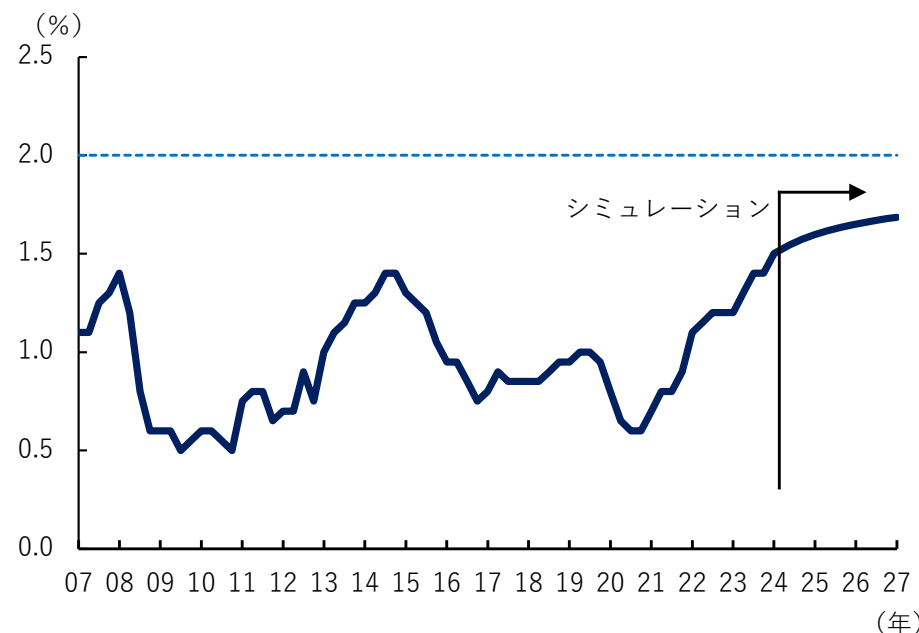
- 2～3年先の物価見通しを考える上では、「インフレ予想」が重要
  - 「インフレ予想」は、日銀が最近多用する「基調的な物価上昇率」と概ね同義
- 複数のインフレ予想指標をまとめて単一の指標としたうえで、その先行きについてシミュレーションを行うと、足元の1%台半ばから緩やかに水準を高め、2026年度末には1.7%程度まで上昇するが、2%には届かない。インフレ予想(≡基調的な物価上昇率)が2%に届かなければ、「2%目標の完全達成」ではない

## 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

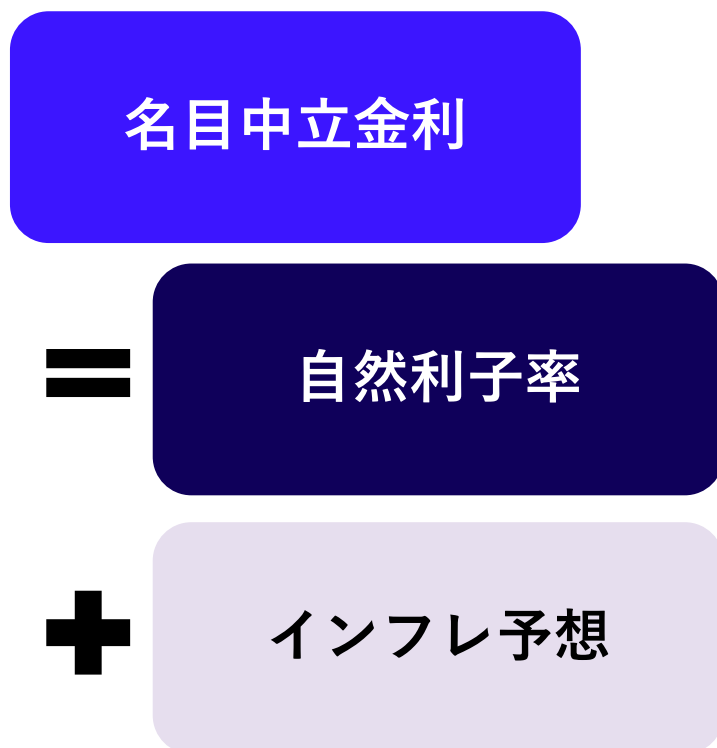


(注)ここでの中長期インフレ予想は、日本銀行が推計した「合成予想物価上昇率」。シミュレーションは、日本銀行(2016)における分析を参考にした。具体的には、民間経済見通しに基づき需給ギャップのパスを外生的に与えた上で、インフレ実績とインフレ予想が相互に影響し合うモデルを構築してシミュレーションを実施  
(出所)日本銀行、LSEG、QUICK等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 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—詳細版—」、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)「より効果的な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

食料・エネルギー価格上昇の影響は、低所得世帯ほど負担が大きい

食料・エネルギー価格上昇に伴う年次収支増減の負担額の試算(2022年)

所得階級	2022年の年間所得増減(円)	収入に対する負担率(%)	2021年	2022年	増減率(%)
300万円未満	22,849	18.439	42,338	28.7	+10.3
300~400万円	26,187	21.261	47,308	29.4	+18.1
400~500万円	28,494	23.121	51,805	24.9	+11.7
500~600万円	29,184	24.006	53,188	25.8	+11.8
600~700万円	31,305	24.961	55,848	28.7	+13.8
700~800万円	32,205	24.467	54,872	28.7	+4.3
800~900万円	33,205	26.167	58,372	35.3	+19.2
900~1,000万円	35,928	28.388	62,520	38.5	+32.6
1,000万円以上	40,840	27.304	67,238	33.0	+3.3
全世帯平均	30,125	23.517	53,852	28.7	+15.2

日本のGHG多排出産業は、電力・運輸・鉄鋼・化学

日本の部門別CO2排出量(2019年)

電力・水道・製鉄  
運輸業, 18%  
製造業・建設業等, 39%  
太陽光・風力等の再生エネルギー  
排出削減の取り組み  
LNG燃料船, EV

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)

コンテンツ拡大中！&gt;&gt;&gt;&gt;

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ーブの登録商標です)



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

&lt;03-6808-9022&gt;

&lt;chousa-mag@mizuho-rt.co.jp&gt;

---

〔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。