

マイナス金利政策の解除は正常化の通過点

2024年3月1日 調査部 白須 光樹

T E L 045-225-2375

E-mail: m-shirasu@yokohama-ri.co.jp

【要約】

日本でも金融政策の正常化が進むとの期待が高まっている。金融市場は既にマイナス金利政策の解除後も利上げが進むことを意識している。市場予想通りの利上げの実施は、金融引き締めとなるのだろうか。この判断には、自然利子率に期待インフレ率を足し合わせた名目中立金利の把握が必要である。

本レポートでは、複数の簡易的な推計方法により、足元の自然利子率の水準を計算した。計算の結果、足元の自然利子率はマイナス圏内で推移していることが分かった。この自然利子率に期待インフレ率を足し合わせると、足元の名目中立金利の水準はプラスのゼロ%台前半と推測される。

この結果と、金利以外の政策手段の結果も考慮できる「政策代理変数（鎌田、須合（2006）を参考にして求めた）」を用いて、金融政策の緩和度合いを考えると、マイナス金利政策の解除後、1、2回利上げ（1回を0.25%の引き上げと仮定）を実施しても金融政策はなお緩和的と評価することができる。

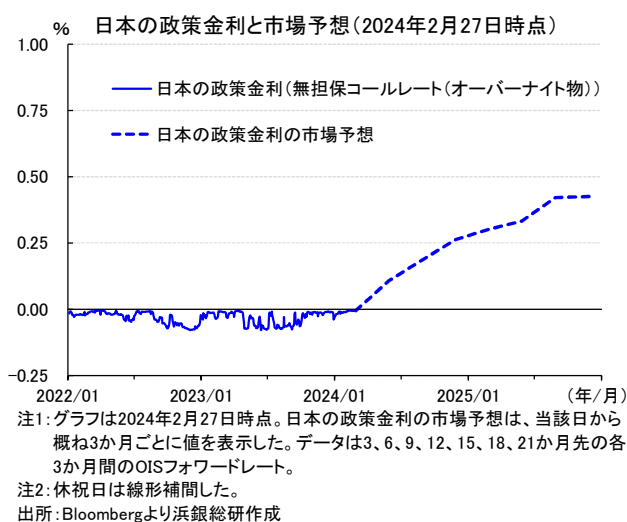
従って、日本銀行がマイナス金利政策の解除後、市場予想より早期にゼロ金利政策を解除しても不自然ではない。マイナス金利政策の解除だけでなく、本来、非常時の政策であるゼロ金利政策も解除することで、金融政策の正常化に一定の目途をつけることが可能である。

1. 金融市場の注目は「マイナス金利解除後」に

2024年は日本でも、金融政策の正常化が進むとの期待が高まっている。実際、政策金利¹（ここでは、無担保コールレート（オーバーナイト物））の市場予想を反映すると考えられる OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利のフォワードレートをみると、金融市場では24年10～12月期に政策金利が0.25%前後で推移すると予想されていることが分かる²（図表1、24年2月27日現在）。

マイナス金利政策解除後の政策金利は0～0.1%に誘導（ゼロ金利政策へ移行）され、その後は前回2006年の利上げ時の経験を基に考えれば、1回の利上げ幅は0.25%になるとみられる。金融市場は、年

図表1 市場は先行き利上げが進むことを意識



¹ 現在の政策金利（短期金利）は、日本銀行当座預金の政策金利残高における付利金利（-0.1%）と考えられる（マイナス金利政策）。しかし、このマイナス金利政策の結果として無担保コールレート（オーバーナイト物）も-0.1%～0%に誘導されているおり、同レートは付利金利に連動している。

² 内田日本銀行副総裁は、2024年2月8日の講演において、「仮にマイナス金利を解除しても、その後にどんどん利上げをしていくようなパスは考えにくく、緩和的な金融環境を維持していくことになると思います」（内田（2024）の6ページより）

内にもう一段の利上げ（すなわち、ゼロ金利政策の解除）が実施されることを意識しているといえよう。

日本銀行がこのような金融市場の予想通りに利上げを実施した場合、金融政策は引き締めの評価されるのであろうか。引き締めの政策金利の水準とは、自然利子率に期待インフレ率を足し合わせた名目中立金利を上回る水準と考えられる。そこで以下では、この名目中立金利の水準を試算した。

2. 足元の名目中立金利はプラスのゼロ%台前半で推移しているとみられる

名目中立金利の計算には、まず、自然利子率（引き締めのでも緩和的でもない実質金利の水準）の推計が必要である。自然利子率は推計方法によって結果に大きなばらつきがあることが知られている。このため、正確な水準の把握は困難であり、複数の結果から総合的に判断することが肝要である。本レポートでは、簡易的な方法ではあるが、以下の 3 つの方法で自然利子率の水準を把握する。

【① 潜在成長率】

岩崎、須藤、西崎、藤原、武藤（2016）でも紹介されているように、自然利子率は長期的に潜在成長率に一致するとされる。そこで、内閣府が推計している潜在成長率を自然利子率の 1 つの結果とみなす。

【② 実質政策金利のトレンド】

岩崎、須藤、西崎、藤原、武藤（2016）でも紹介されているが、自然利子率の最も簡単な近似の方法は実質金利のトレンドを抽出することである。そこで、(i) 政策金利（ここでは、無担保コールレート（オーバーナイト物））から期待インフレ率を差し引くことで実質金利を導出した上で³、(ii) この実質金利からトレンドを抽出し⁴、これを自然利子率とみなす。なお、期待インフレ率には、10 年のインフレスワップレート⁵を用いた。自然利子率は中長期的な経済構造を反映する概念であるため、導出に当たっては長期の期待インフレ率を用いることが適切と考えられるからである。

【③ 実質政策代理変数のトレンド】

②では、政策金利として無担保コールレート（オーバーナイト物）を用いている。しかし、これには量的緩和政策など、ゼロ金利制約に達した後の金融政策がうまく反映されていないという問題がある。鎌田、須合（2006）では、銀行の貸出約定平均金利と、金融機関の貸出態度判断 DI

抜粋）と述べた直後に、図表 1 とほぼ同様の図表（内田（2024）の図表 9）を参照しながら、「現在、市場においては、きわめて緩やかなパスが想定されています」（内田（2024）の 6 ページより抜粋）と述べ、市場予想通りの利上げパスでも「緩やか」との認識を示している。

³ 10 年のインフレスワップレートのデータ取得の制約上、期間は 2008 年 1～3 月期から 23 年 10～12 月期とした。

⁴ トrendの抽出には、ホドリック・プレスコットフィルター（Hodrick-Prescott filter）を用いた。

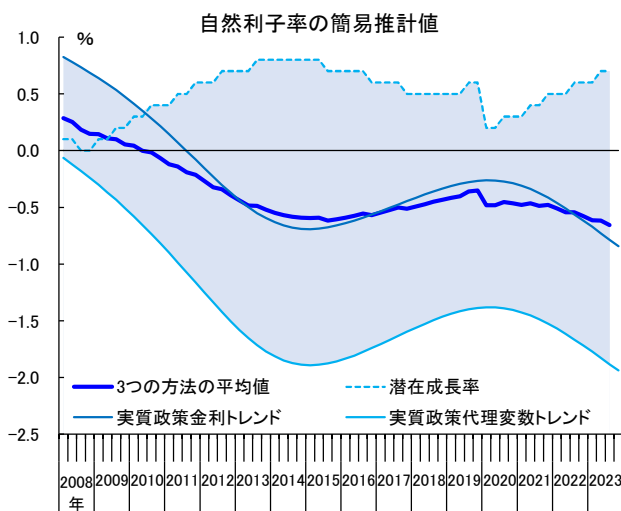
⁵ 水門、内山（2019）で指摘されているように、インフレスワップレートには消費増税の影響を含んでいる。実際、インフレスワップレートの実績値を詳しくみると、1 年、2 年といった短期のインフレスワップレートには、2014 年 4 月の消費増税の予想を反映したデータのジャンプが確認できる。従って、厳密には、インフレスワップレートから消費増税の影響を取り除く必要がある。しかし、本レポートが用いたインフレスワップレートは 10 年という長期のレートである。このため、消費増税のような一時的な消費者物価のジャンプは反映されにくいと考えられる。実際、10 年のインフレスワップレートの 14 年前後の動きは、1 年や 2 年のレートのような明らかにジャンプと言えるような動きはしていない。

を用いて、金利以外の政策手段の効果も考慮できる「政策代理変数」を推計している⁶。そこで本レポートでは、(i) 鎌田、須合 (2006) を参考にして求めた政策代理変数⁷から期待インフレ率⁸を差し引いて実質政策代理変数を導出したうえで、(ii) この実質政策代理変数からトレンドを抽出したもの⁹も、自然利子率の1つの推計値とした。

以上の3つの方法による自然利子率は、図表2の通りである。方法によってかなりのばらつきがあるものの、本レポートではこの結果の平均的な水準を自然利子率とみなして分析を進める。図表2の3つの方法の平均値はマイナス圏内で推移しており、足元の自然利子率はマイナスであると推測される。なお、IMF (2023) では、精緻な手法で各国の自然利子率を推計しているが、日本の自然利子率はマイナスの可能性も排除できない結果 (IMF (2023) の Figure 2.6) となっている。また、日本銀行 (2023) も精緻な手法による自然利子率の推計結果 (日本銀行 (2023) の6ページ左図) を示しているが、5つのモデルのうち3つのモデルはマイナスの結果である。従って、足元の自然利子率がマイナスである可能性は高いと言えるだろう。

次に、これら3つの手法による自然利子率の平均値に期待インフレ率 (10年のインフレスワップ

図表2 足元の自然利子率はマイナス圏内で推移している模様

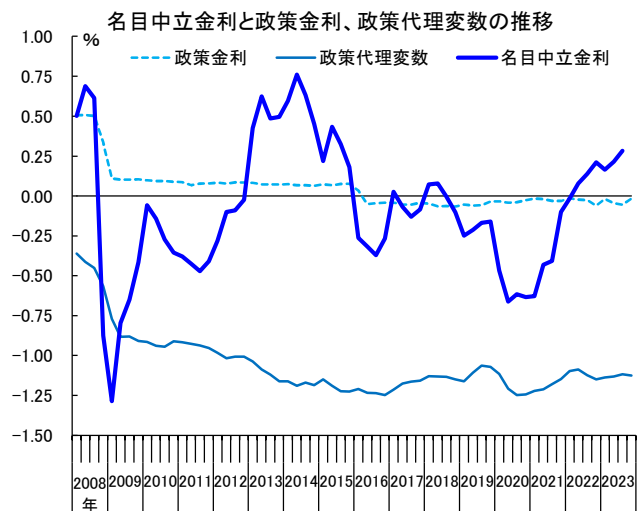


注1: 推計方法の詳細は本文及び脚注を参照。

注2: シャドーは3種類の簡易推計値の最小値から最大値までの範囲を示す。

出所: 内閣府「潜在成長率」、日本銀行「基準割引率および基準貸付利率(従来「公定歩合」として掲載されていたもの)の推移」、「短観」、「貸出約定平均金利」、「コール市場関連統計」、Bloombergより浜銀総研作成

図表3 名目中立金利は足元でプラス圏に



注: 推計方法の詳細は本文及び脚注を参照。

出所: 内閣府「潜在成長率」、日本銀行「基準割引率および基準貸付利率(従来「公定歩合」として掲載されていたもの)の推移」、「短観」、「貸出約定平均金利」、「コール市場関連統計」、Bloombergより浜銀総研作成

⁶ 鎌田、須合 (2006) では、コールレートを被説明変数、銀行の貸出約定平均金利と金融機関の貸出態度判断 DI を説明変数として、OLS (最小二乗法) による推計を行い、その推計結果を用いて導出している。推計期間は金融政策がゼロ金利制約に到達する以前の 1978 年 2 月～95 年 12 月までである。96 年 1 月以降は推計結果を基に、貸出約定平均金利と貸出態度判断 DI のデータを外挿している。

⁷ 本レポートでも鎌田、須合 (2006) に倣い、政策金利を被説明変数とし、都市銀行の貸出約定平均金利 (ストック、短期) と金融機関の貸出態度判断 DI (全規模・全産業) を説明変数とする OLS を実施し、政策代理変数の計算に必要な推計値を求めた。推計期間は 1976 年 1～3 月期から 95 年 10～12 月期である。ただし、政策金利は 92 年 7～9 月期までを基準貸付利率 (公定歩合) とし、92 年 10～12 月期以降を無担保コールレート (オーバーナイト物) とした。

⁸ 期待インフレ率には、②と同様に 10 年のインフレスワップレートを用いた。

⁹ テンドの抽出方法はホドリック・プレスコットフィルター、期間は 2008 年 1～3 月期から 23 年 10～12 月期である。

レート)を足し合わせて、名目中立金利を計算した。

図表3には、名目中立金利の計算結果と、政策金利、政策代理変数を並べて示した。足元で政策金利は名目中立金利を下回っており、金融政策は緩和的と判断できる。また、政策代理変数は名目中立金利を大きく下回っている。量的緩和政策など金利以外の政策手段を含めて金融政策を評価すると、現在の政策は極めて緩和的であると評価することが可能である¹⁰。

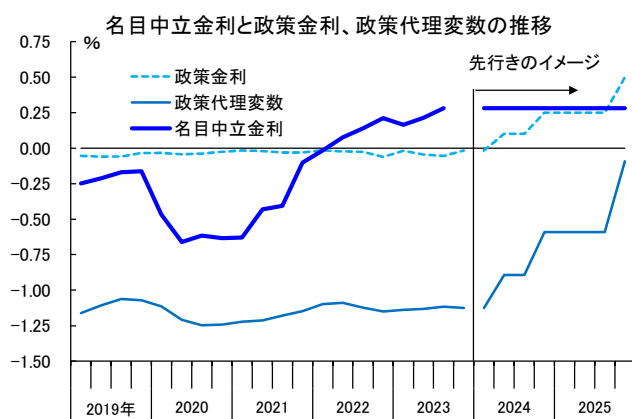
3. ゼロ金利政策解除のハードルはそれほど高くない

図表3の結果を踏まえると、マイナス金利解除後、断続的な利上げが実施された場合、金融政策は緩和的と評価できるだろうか。例えば、マイナス金利政策解除後の利上げ幅を0.25%と仮定すると、ゼロ金利政策を解除したときの政策金利は0.25%前後になると考えられる。この場合、ゼロ金利政策解除で政策金利は概ね名目中立金利水準に達する(図表4の2024年10~12月期)。

しかし、前述のように、実際には量的緩和政策など他の政策も金融環境に影響する。日本銀行は、マイナス金利政策の解除と同時に実施するとみられるイールドカーブ・コントロール廃止後も、現在の国債買入の方法が大きく変化しないように政策運営をする方針を示している¹¹。このため、政策代理変数で評価することがより重要であろう。

図表4では、図表1の政策金利の市場予想と、政策代理変数の計算に用いた推計値を基に、政策代理変数の先行きのイメージも示した¹²。これを見ると、現在の名目中立金利が継続した場合、2025年末までに政策金利を、市場予想をやや上回る0.5%前後に引き上げても(マイナス金利政策の解除

図表4 追加利上げ2回でも金融政策は緩和的



注1: 名目中立金利の計算方法の詳細は本文及び脚注を参照。

注2: 先行きは、名目中立金利は横ばい、政策金利は2025年10~12月期に0.5%となる場合(2024年2月27日の市場予想に近い場合)のイメージ。

注3: 先行きの政策代理変数は、政策代理変数を求める際に使用した推計値を用いて、注2のイメージで政策金利を引き上げた場合の政策代理変数のイメージを示した。

出所: 内閣府「潜在成長率」、日本銀行「基準割引率および基準貸付利率(従来「公定歩合」として掲載されていたもの)の推移」、「短観」、「貸出約定平均金利」、「コール市場関連統計」、Bloombergより浜銀総研作成

¹⁰ 内田日本銀行副総裁は2024年2月8日の講演において、内田(2024)の図表13の長短実質金利を参照しながら、「自然利率がいくら低いとはいえ、相当に緩和的な状況を作り出しました」(内田(2024)の9ページより抜粋)と述べた。実質金利が十分にマイナスであるという簡単な事実から、金融政策が緩和的であると判断できることを示唆している。民間エコノミストの間では、マイナス金利政策解除後の「ゼロ金利政策継続」という予想が広がっているが、「緩和的な金融政策=ゼロ金利政策」ではないことに注意が必要である。ちなみに、白須(2023)でも指摘したが、0.25%前後の政策金利であれば、実質政策金利は先行きも大幅なマイナスが続く見通しである。期待インフレ率を、日本銀行政策委員の消費者物価見通しの中央値、あるいは浜銀総研の日本経済予測における消費者物価の見通しとして、最新値(日本銀行(2024)、菊池、小泉、長尾、北田、白(2024))を用いて計算すると、実質政策金利は1%を超えるマイナスになる。

¹¹ 内田日本銀行副総裁は2024年2月8日の講演において、「当然のことながら、見直すのであれば、その方向性は、市場の自由な金利形成をより尊重していく方向になりますが、その前後で不連続な形で、買入れ額が大きく変わったり、金利が急激に上昇するといったことがないよう、丁寧に対応したいと思います」(内田(2024)の7ページより抜粋)と述べた。

¹² 政策代理変数を導出する際に行ったOLSの推計値を用いて、将来の政策代理変数を計算した。政策金利は、2024年4~6月期に0.1%、10~12月期に0.25%、25年10~12月期に0.5%とした。あくまで市場予想のイメージであり、金利引き上げ時期についての当社の見解を示すものではない点に留意してほしい。米欧の金融政策や為替レート、日本の経済情勢や物価情勢次第では、市場予想よりも速いペースで利上げが実施されたとしても、特に不自然ではない。

後、2回の利上げ実施に相当)、金融政策は緩和的であると評価できる。

4. マイナス金利政策の解除は正常化の通過点

以上を踏まえると、日本銀行がマイナス金利政策の解除後、市場予想より早期にゼロ金利政策の解除(政策金利の0.25%前後への引き上げ)を実施したとしても全く不自然ではない。足元の物価情勢の下では、ゼロ%台の政策金利水準は緩和的であり、「賃金と物価の好循環」の実現に向けて実施されている緩和的な金融政策に「不連続性」¹³が生じたとはいえないだろう。

また、マイナス金利政策の解除だけでなく、本来、非常時の政策であるゼロ金利政策も解除することで、金融政策の正常化に一定の目途をつけることが可能だ。為替市場に対しても、マイナス金利政策の解除後も経済情勢次第では利上げを実施するというメッセージになり、2022年以降続いている過度な円安を抑制する効果も期待できるだろう¹⁴。

参考文献

IMF(2023),“The Natural Rate of Interest : Drivers and Implications for Policy”, *World Economic Outlook*, April 2023, Chapter 2.

岩崎雄斗、須藤直、西崎健司、藤原茂章、武藤一郎(2016)「わが国における自然利子率の動向」、日銀レビュー、2016-J-18、2016年10月、日本銀行

内田真一(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、日本銀行

鎌田康一郎、須合智広(2006)「政策金利ゼロ制約下における金融政策効果の抽出」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.06-J-13、2006年7月、日本銀行

菊池祥平、小泉司、長尾遼也、北田英治、白鳳翔(2024)「2024年度・2025年度の景気予測(2024年2月改訂)~24年度前半は鈍い動きとなるも、年度後半から成長率がやや高まる~」、Economic View No.73、浜銀総合研究所

白須光樹(2023)「2024年度の神奈川県内経済見通し—輸出回復や原材料価格ピークアウトで24年度の成長ペースはやや加速—」、Economic View No.71、浜銀総合研究所

水門善之、内山朋規(2019)「金融市場が織り込む消費税率引上げの実施確率」、『証券アナリストジャーナル』57(6)、pp.80-89

日本銀行(2023)「非伝統的金融政策の効果と副作用 「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ(第1回)—第4セッション非伝統的金融政策—」、2023年12月

日本銀行(2024)『経済・物価情勢の展望』、2024年1月

¹³ 植田日本銀行総裁は2024年1月24日の総裁記者会見において、「大きな不連続性」が発生するような政策運営は避けるという趣旨の発言をした(日本銀行HPに掲載の総裁定例記者会見資料を参照)。

¹⁴ 一般的には為替レートを金融政策のターゲットとしてはならないとされる。しかし、そもそも金融政策は為替レートに影響を及ぼす性質を持っている。また、為替レートの動向が輸入物価に大きな影響を与える以上、中央銀行としては物価の安定を図る観点からも意識せざるを得ないのが実情だろう。植田日本銀行総裁も2024年1月24日の総裁記者会見において、株価や為替レートが「経済・物価見通し、特に物価見通しに重要な影響を与える限りにおいて」、それらを政策運営に反映させるという趣旨の発言をした(日本銀行HPに掲載の総裁定例記者会見資料を参照)。

＜Appendix＞期待インフレ率を消費者物価上昇率とした場合の自然利子率と名目中立金利の姿

図表 2、3 では、期待インフレ率に 10 年のインフレスワップレートを用いた。これは長期的な期待インフレ率を捉えた指標の方が、短期的なインフレ率の押し上げ要因（例えば、コストプッシュインフレ）による影響を除いて考えられるためである。しかし、期待インフレ率には様々な指標があり、どれを選択するかによって図表 2、3 で行った推計結果は異なってくる。ここでは、直近の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比^{（注1）}を期待インフレ率とした場合に、自然利子率と名目中立金利がどのような水準になるかを考える。期待インフレ率に直近のインフレ動向がそのまま反映されるケースを想定するということである。

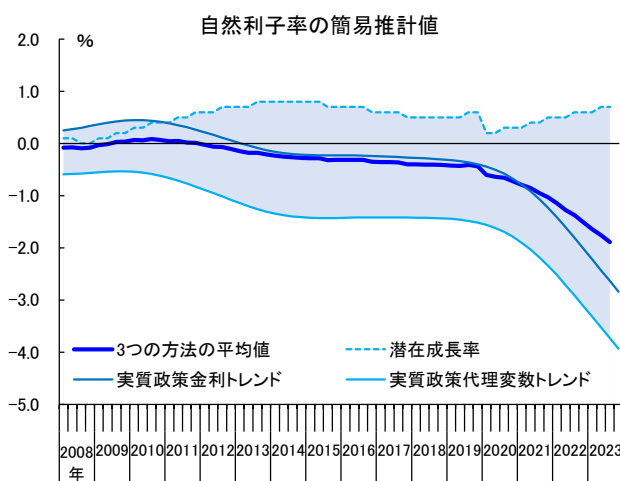
補論図表 1 では、消費者物価上昇率を用いた場合の自然利子率の推計結果を図表 2 と同様の形で示した^{（注2）}。図表 2 に比べて、自然利子率が、足元で大幅なマイナスで推移しているという計算になる。また、補論図表 2 では、この自然利子率を用いて計算した名目中立金利を図表 3 と同様の形で示した。このケースでも、名目中立金利は明確なプラス圏にあることが確認できる。

補論図表 2 で現状の金融政策を評価した場合の結論は、図表 3 のときと変わらない。政策金利でみても、政策代理変数でみても、金融政策は緩和的と評価できる。足元の物価情勢の下では、マイナス金利政策の解除をしようが、その後に 1、2 回の利上げを行おうが、金融引き締めには当たらないと考えられる。

（注1） 総務省が発表している「消費者物価指数」の「（参考値）消費税調整済指数」を用いて、消費税の影響を除いた消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比で計算している。

（注2） 消費者物価指数はインフレスワップレートとは異なり、長期のデータが取得可能である。このため、データの期間は 1977 年 1～3 月期から 23 年 10～12 月期としている。実質政策金利のトレンドの抽出に当たっては、過去の期間（92 年 7～9 月期以前）の名目政策金利を基準貸付利率（公定歩合）としている。

補論図表 1 足元の自然利子率は大幅なマイナスという結果に

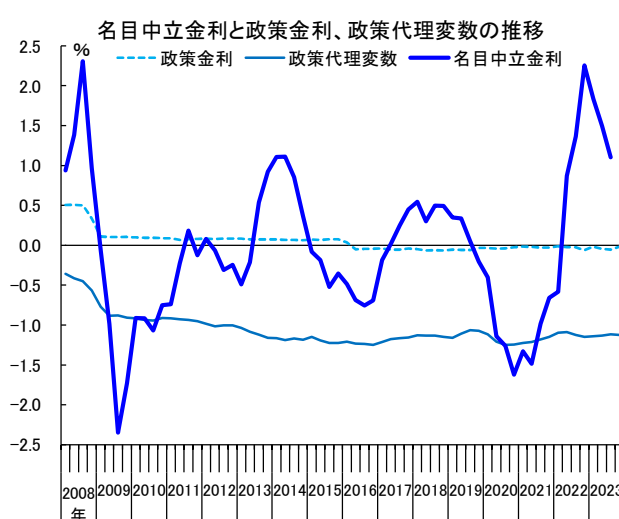


注1: 推計方法の詳細は本文及び脚注を参照。

注2: シェドーは3種類の簡易推計値の最小値から最大値までの範囲を示す。

出所: 総務省「消費者物価指数」、内閣府「潜在成長率」、日本銀行「基準割引率および基準貸付利率（従来「公定歩合」として掲載されていたもの）の推移」、「短観」、「貸出約定平均金利」、「コール市場関連統計」、Bloombergより浜銀総研作成

補論図表 2 足元の名目中立金利は明確なプラス圏内で推移



注: 推計方法の詳細は本文及び脚注を参照。

出所: 総務省「消費者物価指数」、内閣府「潜在成長率」、日本銀行「基準割引率および基準貸付利率（従来「公定歩合」として掲載されていたもの）の推移」、「短観」、「貸出約定平均金利」、「コール市場関連統計」、Bloombergより浜銀総研作成

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部の信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。