

## 日銀の利上げ打ち止めの目途は1%前後か

2024年8月1日

調査部 副主任研究員 白須 光樹

### 7月31日の日銀の追加利上げはごく自然な政策判断だった

2024年7月31日の日本銀行の金融政策決定会合において、国債買入れ額の減額とともに、政策金利を「0.25%程度」に引き上げることが決定された。私は4月に白須（2024b）において、「6月の金融政策決定会合以降は、いつ利上げがあってもおかしくないのではないか」、「政策金利が年内0.5%前後になることは、想定すべきであろう」と述べた。その際に、円安を招くため海外金利が高い時期には低金利を維持しづらいことや、円安が輸入品価格の上昇を通じて個人消費に悪影響を与えていることなどを、理由として指摘した。足元でも、物価上昇のペースが家計の所得の改善ペースに比して速すぎるのが、私が普段ウォッチしている神奈川県内の指標だけでなく、全国の指標でも確認できる。物価上昇のペースが速すぎる場合は、少しずつ金利を上げて、物価上昇のペースを調整する必要がある。特に、そこに円安（通貨安）が影響している場合はなおさらだろう。今回の日本銀行の決定は極めて自然である。

### 日銀の利上げ打ち止めの目途は1%前後か

足元では、今回の日本銀行の追加利上げを織り込んだことや、FRB（米連邦準備制度理事会）の利下げ期待が高まったことで、為替レートの円安がやや修正された。ただ、為替レートの水準は依然として「円安」と評価せざるを得ない状況にあり、輸入物価は引き続き高めの水準で推移すると見込まれる。また今後は、最近の「賃上げ」の原資を確保するための価格転嫁も予想される。こうした中では、消費者物価も上昇率の縮小は緩やかなものにとどまるだろう。物価上昇のペースを調整するために、当面利上げは続いていくと考えられる。

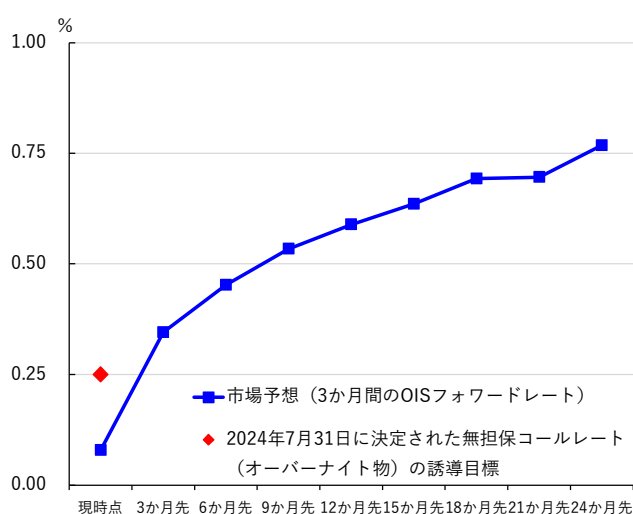
なお、金融政策決定会合の結果を示した日本銀行の資料においても、今後の政策運営については経済情勢次第としつつも、「引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」との記載があり、更なる追加利上げの実施は何ら否定されていないことを述べておく<sup>1</sup>。また、今回の会合結果とともに、日本銀行が発表した『経済・物価情勢の展望（2024

<sup>1</sup> 「今後の金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、今回の「展望レポート」で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」（日本銀行が2024年7月31日に公表した「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」より抜粋）との記述がある。

年7月)』でも、政策委員の消費者物価の見通し(中央値)は2026年度も概ね2%となっている<sup>2</sup>。

では、今後も利上げが進んでいくとして、利上げ打ち止めの目途はどのくらいの水準だろうか。2024年7月31日時点の政策金利の市場予想をみると、2年先に政策金利が「0.75%程度」になることを織り込んでいる(図表1)。また、6月に公表した白須(2024c)では、名目中立金利(景気を加速も減速もさせない金利)を簡易的に推計したが、その結果は、名目中立金利がここ最近1%前後で推移しているというものであった<sup>3</sup>(図表2)。

図表1 日本の政策金利の市場予想  
(2024年7月31日時点)  
2年先で「0.75%程度」

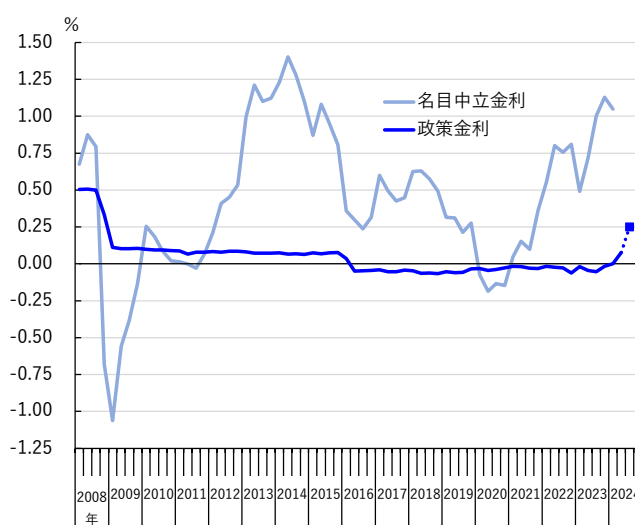


注1: 現時点は無担保コールレート(オーバーナイト物)。  
それ以外は3か月間のOISフォワードレート。

注2: データは2024年8月1日に取得した。

出所: 日本銀行、Bloomberg

図表2 日本の名目中立金利の簡易推計値と政策金利  
ここ最近1%前後で推移



注1: 名目中立金利は白須(2024c)で推計した結果である。

注2: 政策金利は無担保コールレート(オーバーナイト物)。

注3: 政策金利の2024年7~9月期は、2024年7月31日に決定された無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標を点線で結んだ。

出所: 内閣府「潜在成長率」、日本銀行「短期金融市場金利」、Bloombergより浜銀総研作成

この推計は大雑把に言えば、実力の成長率とインフレ率の予想値で計算している<sup>4</sup>。それぞれ最新値を確認すると、まず、実力の成長率(内閣府の「潜在成長率」)は、2024年7月1日のGDP(国内総生産)の改定後も最新値(2024年1~3月期)に大きな変化がなく、0%台の後半である(図表3)。また、インフレ率の予想値も、1%台半ばで推移しており、白須(2024c)執筆時点で確認で

<sup>2</sup> 除く生鮮食品ベースで24年度は+2.5%、25年度は+2.1%、26年度は+1.9%、除く生鮮食品・エネルギーベースで、24年度は+1.9%、25年度は+1.9%、26年度は+2.1%。

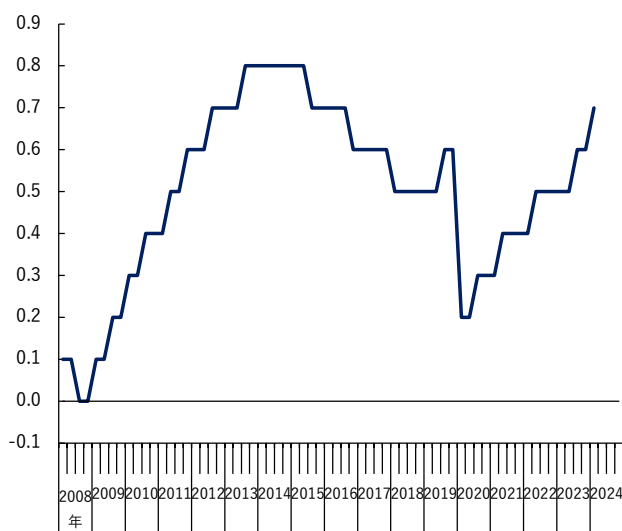
<sup>3</sup> 白須(2024c)の分析では、リスクプレミアムの試算を目的としていたため、本文中に名目中立金利の水準について言及はないが、白須(2024c)の図表2に推計結果を示している。

<sup>4</sup> 詳細は白須(2024c)を参照。また、白須(2024a)で述べたように、量的緩和など金利以外の政策も含めて名目中立金利の水準を推計することも重要である。今回は議論の複雑化を避けるために、その点については触れない。

きたデータから大幅な変化はみられない（図表4）。このため、名目中立金利の最新値を再推計しても、あまり大きな変化はないだろう。従って、現在の経済情勢、物価情勢が続く場合、利上げの打ち止めの目途は「1%程度（1回を0.25%と考えれば、あと3回）」ということになる<sup>5</sup>。

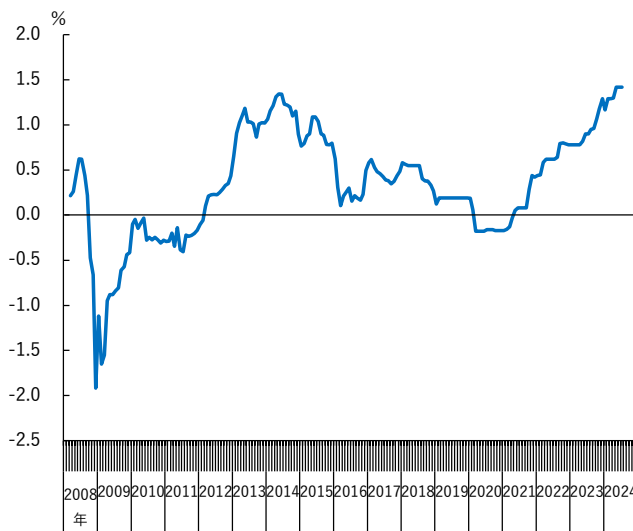
年内の金融政策決定会合は、9月、10月、12月と残りあと3回ある。足元の米利下げ期待の高まりや円安修正などにより、4月（白須（2024b）執筆時）に比べるとやや確率は低下しているものの、年内にもう1回の利上げ（政策金利を「0.25%程度」から「0.5%程度」に引き上げ）が行われる可能性があることはやはり想定しておくべきだろう。また、次回9月会合以降、引き続き追加利上げはいつあっても不自然ではない。来年については、米国の利下げの進捗状況によって日本の金融政策は大きく左右されざるを得ないため、日本の政策金利の予想は難しい。現時点では、2025年半ばまでに「0.75%程度」まで政策金利が上がり、中立金利水準と考えられる「1%程度」も視野に入れる展開になると予想している。

図表3 日本の実力の成長率（潜在成長率）  
足元では0%台の後半で推移している



出所：内閣府「潜在成長率」

図表4 インフレ率の予想値  
足元では1%台半ばで推移している



注：グラフは10年のインフレスワップレートである。ここでは、白須（2024b）で用いた系列の最新値を表示した。  
出所：Bloomberg

<sup>5</sup> 「インフレ率の予想値が日本銀行の物価安定の目標である2%に到達しなければ、政策金利を中立金利水準まで引き上げることはできないのではないか」との疑問を持つ読者も多いと思う。この考え方に立てば、2%目標が実現した時点の名目中立金利は1%を上回る計算になるだろう。しかし、適切なインフレ率の水準については様々な議論があるため、2%目標についても幅を持って捉えるべきものであると私は考えている。本コラムで示した名目中立金利水準も、簡易的な推計方法を用いており、幅を持って捉えていただければ幸いである。

## 参考文献

白須光樹（2024a）「マイナス金利政策の解除は正常化の通過点」、Economic View No.74、2024年3月、浜銀総合研究所

白須光樹（2024b）「年内2回（0.5%）の追加利上げは不自然ではない」、HRI研究員コラム、2024年4月、浜銀総合研究所

白須光樹（2024c）「日銀の国債保有が無ければ足元の長期金利は2%」、HRIテーマレポートNo.6、2024年6月、浜銀総合研究所

## 執筆者紹介



白須 光樹（しらす みつき）

浜銀総合研究所 調査部 副主任研究員

（日本証券アナリスト協会認定アナリスト）

神奈川県経済や観光を担当、為替・金利の影響分析など。

神奈川県経済や日本経済の構造分析のほか、為替や金利動

向が経済に与える影響などについても分析している。

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 [https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry\\_repo.html?nno=5](https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5)

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が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。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取扱いいただきますようお願いいたします。