



国際金融情勢と日本の金融政策

国際政治経済研究会

2024.4.10

公益社団法人 日本経済研究センター

理事長 岩田一政

Japan Center for Economic Research



1. 国際金融情勢

1. 金融政策の制約要因としてのグローバリゼーション - グローバル要因による物価変動

- (1) コモディティ価格上昇
- (2) 世界の需給バランスと金融危機
- (3) 気候変動対策から派生するグリーンフレーション

2. グローバル自然利子率 \bar{r} と各国の自然利子率 r^*

- (1) 各国の自然利子率は世界の自然利子率の影響を受ける。
- (2) 新興・途上国の自然利子率は先進国よりも高い傾向がある。
- (3) 経常収支黒字国と赤字国を比べると前者の自然利子率は後者よりも低い傾向がある "Obstfeld (2023)" *図表1

1. 国際金融情勢

3. グローバル自然利子率については80年代より低下傾向が観察される

- 英イングランド銀行の調査によると、この低下傾向は平均余命の延長と生産性低下および投資活動の鈍化によるところが大きい “Bailey et al. (2022)” *図表1
- 投資活動の鈍化は、無形資産への投資が拡大しているものの投資や利益の計上など統計上把握されていない部分がある。
- しかし、無形資産への投資が実施されていても、生産性の伸びが停滞していることはパズルである(生産性パズル)。
- 金融引締め効果が影響か(無形資産比率の高い産業に対して強く表れるのか)または、無形資産集約産業では独占の弊害が強い為なのかは不明である。
- デジタル技術は頭脳労働を代替するが、人間の創造意欲 / 向上心を減退させるのであろうか？(ローマ帝国の衰亡仮説)

1. 国際金融情勢

4. 日本の自然利子率は日銀多角的レビューではマイナス1%からプラス0.5%まで5つの推計例が提出されたが、いずれを公式見解とするかは明示されていない *図表2

- 金融緩和・引き締め具合を測るメジャーとして、自然利子率/中立金利は必要不可欠である。
- 金融政策正常化の終了を示す指標としても重要である。
- 日本経済研究センターでは自然利子率は足元マイナス0.5%との見解を維持してきた。

1. 国際金融情勢

5. 米国では、財政拡大に加えてエヌビディアなど半導体関連並びに生成AIの技術革新・移民の急増もあり、**・潜在成長率・労働生産性**や、**・自然利子率**が従来よりも上昇しているとの見解が強まっている。

- ゴールドマンサックスは23, 24年の移民急増で潜在成長率が0.3%上昇し、2.1%になったとみている。
- 連邦準備制度理事会(FRB)も自然利子率0.5%と物価上昇率2%の和である中立金利を従来の2.5%から2.6%へ引き上げた。
- J.P.Morganは自然利子率が0.5%から1.25%へと0.75%上昇し、中立金利は3.25%になっているとの見解を示している。
- 中立金利の上昇は仮に高めの政策金利を維持しても、金利面を通じる引締め度合いが弱まるため、高めの政策金利をより長く続けざるを得なくなることを意味している。
(年内の金利引き下げ3回以下となりやすい「茹で蛙シナリオ」)

1. 国際金融情勢

6. 米国における急速な金利引き上げ過程において、中堅銀行4行(・シルバーゲート・シリコンバレー・シグネチャー・ファーストリパブリック)が破綻した。欧州でも破綻危機に直面したクレディスイスはUBSに買収された。

- FRBは2023年6月に金利引き上げを中断し、量的引締めスピード(MBS削減額)をスローダウンするとともに、緊急流動性ファシリティー(BTFP)を創設した。
- 米連邦預金保険公社は問題行の数は23年末に52行へと増加したと報告している。
- 金融市場の不安定化が金融政策による物価安定政策(マネタリー・ドミナンス)を阻害することを「ファイナンシャル・ドミナンス」と呼ぶ。

1. 国際金融情勢

7. 「ファイナンシャル・ドミナンス」を数値化して示す指標が r^{**} （アールダブルスター）である
“Akinci et.al (2023)”

□ r^{**} は・レバレッジ比率・安全資産 - 総資産比率・クレジットスプレッド・実質利子率の水準などに影響される。

この r^{**} を実質政策金利が上回る場合には金融市場が不安定化し、金融引き締め強化が困難になる *図表 3

□現時点の計測例では実質政策金利は r^{**} を下回っている。
しかしここでは、量的引き締め政策(QT)は考慮されていない。

1. 国際金融情勢

- 仮に 1 兆ドルのバランスシート削減による引締め効果が政策金利0.4%引き上げに相当するとすれば, 今回のQTでは1.6兆ドル削減が予定されているので0.7%程度の金利引き上げに相当する。この結果, QTも考慮した実質政策金利は r^{**} に相当接近している可能性がある。
- FRBは24年以内に政策金利を 3 回引き下げるとともに、QTについても 5 月に減速を開始し 9 月頃終了するとみられる。
- 足元のバランスシートの規模は7.5兆ドルであり, 最適規模は2.75兆ドルとの見方もあるが最適規模は不明である。

1. 国際金融情勢

8. オンライン・バンキングにおける急速な預金流出に対する措置はいずれ必須の課題である

- ドワトリポンらによると欧州では、米国のような預金全額保護措置を採用することは出来ず、
バイルイン原則の強化と流動性カバレッジ比率の厳格化
(中小企業預金流出率の5~40%からの引き上げ)が求められるとしている。

"Dewatripont=Praet=Sapir (2023)"

- 他方で、自己資本比率や補完的レバレッジ比率(SLR)引き上げ、保有資産の市場価格評価(含み損益計上) / 流動性カバー比率規制の強化を現時点で直ちに実施することは危機を深化させるリスクがある。

1. 国際金融情勢

9. 米国における高金利の下での商業用不動産向け融資/学生ローン/カードローン(クレジットカードの平均金利は21.5%で延滞率上昇)の不良債権化は大きな金融リスクである

□民間銀行の企業向け融資条件は厳格化している。**図表 4*

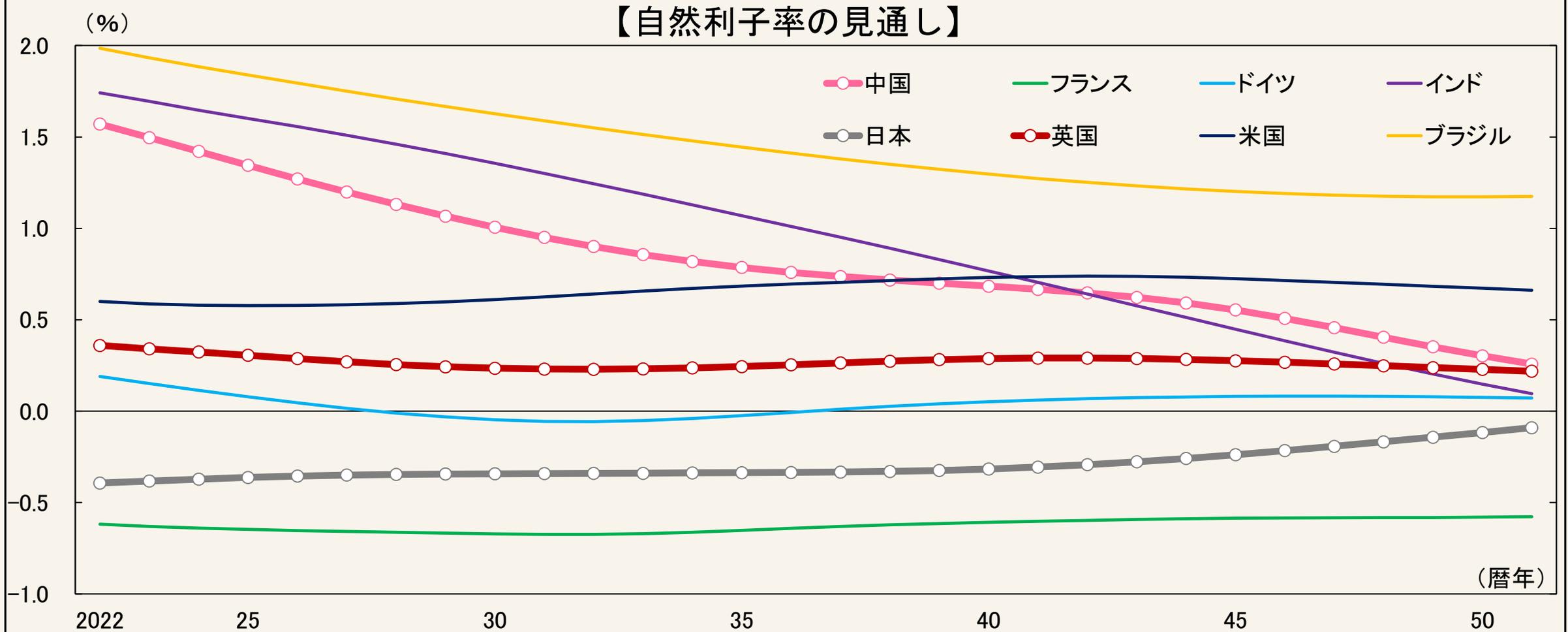
□量的引締め政策(QT)の経済効果についてQEよりもはるかに小さいとの見解もあるが、その規模と速度をマネーマーケットの利子率の動向を踏まえ慎重に決定すべきである。

"Du = Forbes = Luzzetti (2024)"

□米国銀行の売買目的債券含み損は2,040億ドル, 満期保有債券含み損は2,740億ドルで合計4,780億ドルである。

□銀行の抱える金利リスク量は無視できない。

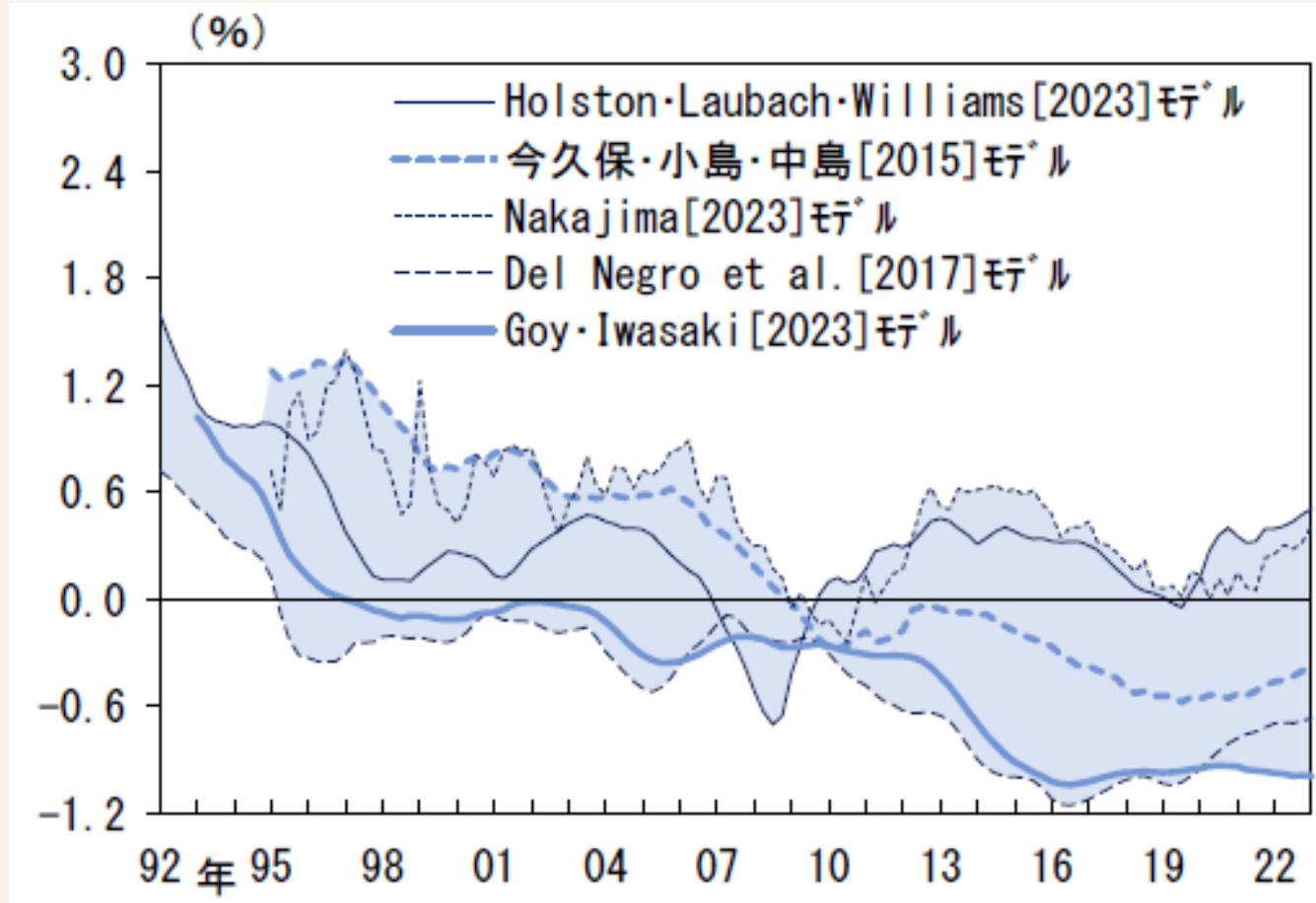
図表1. 世界の自然利子率



(資料) IMF “World Economic Outlook, April 2023”

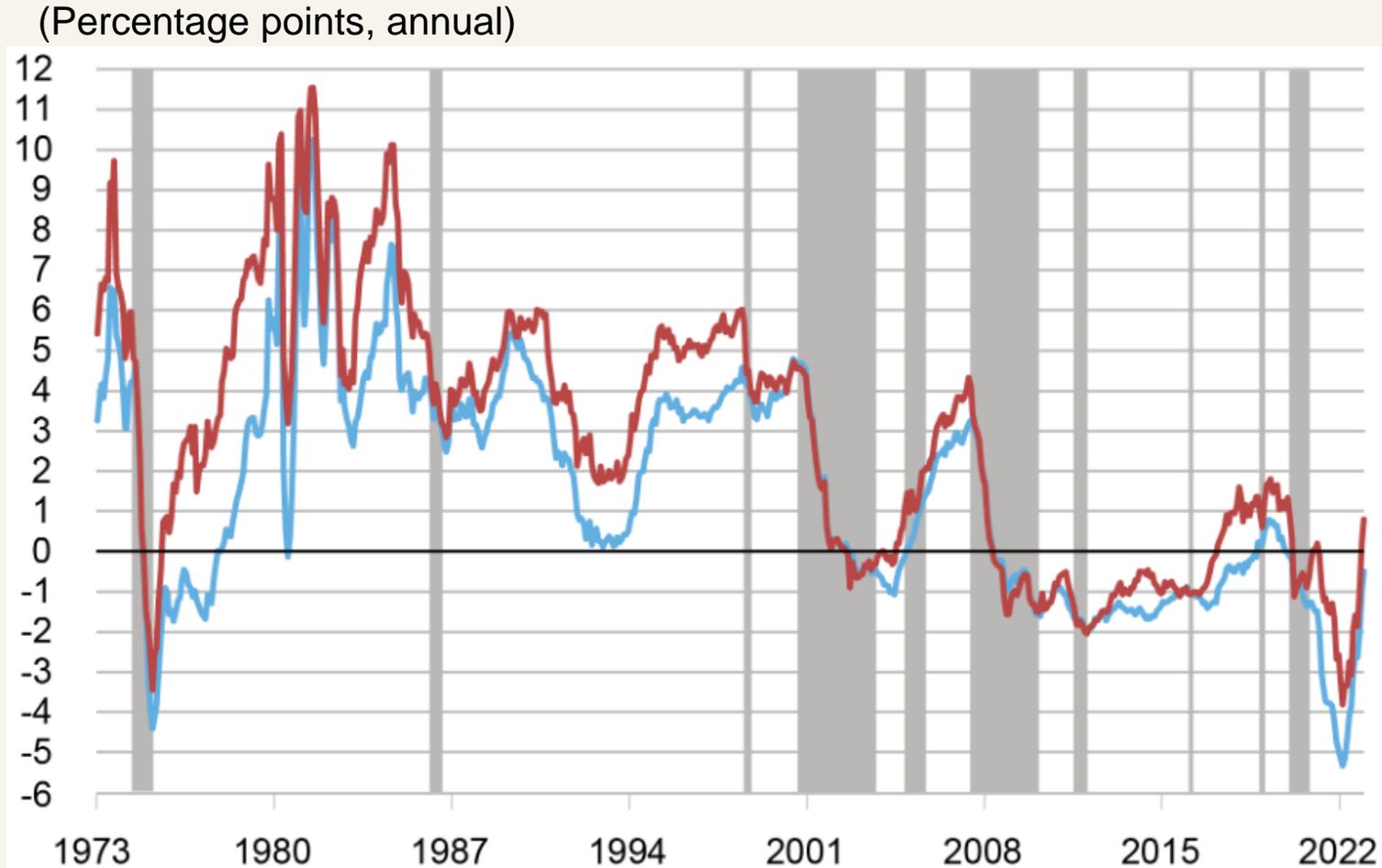
図表2. 日銀レビューでの日本の自然利子率 5 推計

【日本の自然利子率（日本銀行推計）】



(資料) 日本銀行

図表3. 金融安定金利(r^{**})と実質FFレート



(注) 直近は2022年12月

(資料) Akinci et al. (2023) "Measuring the Financial Stability Real Interest Rate, r^{**} ," Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York

図表4. 企業向け融資条件の厳格化

【大・中規模企業向けの融資基準を引き締めた銀行の割合】



(注) 直近は2023年第4四半期

(資料) FRB “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”

2. 日本経済の見通しと金融政策

1. 日本経済は2023年第3四半期に前期比年率マイナス3.2%の成長率となり, 第4四半期も前期比年率0.4%に止まった

□2024年第1四半期も微減の成長率が予測されている。*図表5

2. 日本経済の見通しと金融政策

2. 消費者物価指数も2024年1月には2%まで上昇率が低下した(2月は2.8%)

□ GDPギャップで示される経済全体の需要不足が続き、実質賃金の伸びもマイナスに止まると予想される。 *図表6,7

□ 単位労働費用の伸びはゼロ%近傍にある。 *図表8

物価目標2%達成には2%の上昇が必要である。

単位労働費用の上昇率 = 1人当たり名目賃金の伸び - 労働生産性の伸び

□ 24年の春闘では妥結した賃金上昇率が5.3%, ベースアップが3.6%と大きく上昇した。

□ 労働分配率は2020年をピークとして22年半ば以降大きく低下し、所定内賃金は2月に2.2%の伸びに止まっている *図表9

2. 日本経済の見通しと金融政策

3. 金融超緩和政策が持続する下で株価が高騰し、名目GDP成長率の伸びが高まる一方で实体经济が停滞し消費者物価の上昇率もピークアウトしつつある。
4. 日本銀行の1月に公表された展望レポートでは、25年度のコア消費者物価上昇率は1.8%と2%を切っている ***図表10**
5. インフレスワップレートでみたインフレ期待も10年物は1%程度に止まっている。***図表11**
6. デフレ均衡を脱し、正常均衡に戻った場合における名目中立金利と物価上昇率については3つのシナリオが考えられる。“*Benhabib = Schmitt-Grohé = Uribe(2001)*”

2. 日本経済の見通しと金融政策

7. シナリオAでは日本経済が新たな成長軌道に乗り, 名目成長率 3 %と物価目標 2 %実現と統合的な正常均衡に向かう ***図表14**

□そこでの名目中立金利は自然利子率が 0 %であれば, 物価目標 2 %を加えた 2 %である。

8. シナリオBでは自然利子率がマイナス0.5%に止まる結果, クルーグマンの正常均衡の下で物価の上昇率は 2 %よりも低い 1 - 2 %, より具体的には中間値をとって1.5%かまたは 1 %に止まるとする。 ***図表15**

□そこでの名目中立金利は 1 %または0.5%である。

2. 日本経済の見通しと金融政策

9. 足元のインフレスワップレートで計測された長期期待インフレ率が1%であり, 自然利子率がマイナス1%であることを踏まえ, シナリオA / Bに加えてシナリオCを考えることができる

*図表16

シナリオC: 自然利子率マイナス1%, 正常均衡における物価上昇率1%の下で名目中立金利は0%となる。

□日本銀行がマイナス金利を解除した場合でも政策金利は名目中立金利に達しているので金利面での経済拡大効果は消失する。

2. 日本経済の見通しと金融政策

10. シナリオCの下では、超金融緩和政策といっても金利面での拡大効果はないことを意味している

- 他方で、量的緩和政策も縮小方向にあるとはいえ、マネタリーベースは2023年8月以降再び拡大を続けており、なお株価・為替レートに有意な影響を与えているが、バランスシート縮小政策を採用する場合には株価安/円高要因になる。
- シナリオCの下では、インフレ高進がさらに加速しない限り、日本銀行は長期にわたり「ゼロ金利との闘い」を強いられることになる。

11. 仮に日本銀行が0.5%まで金利を引き上げることに成功しても、0.5%は金利引き下げ余地が限定されるという意味で「広義のゼロ金利」である

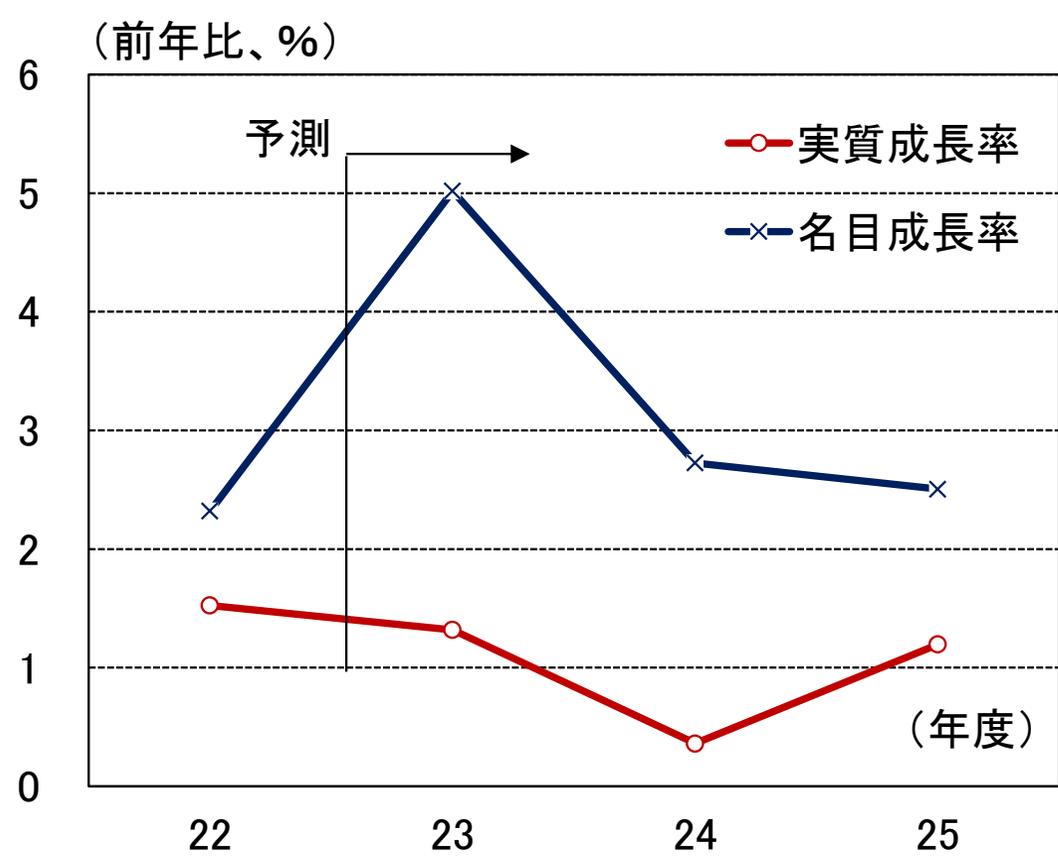
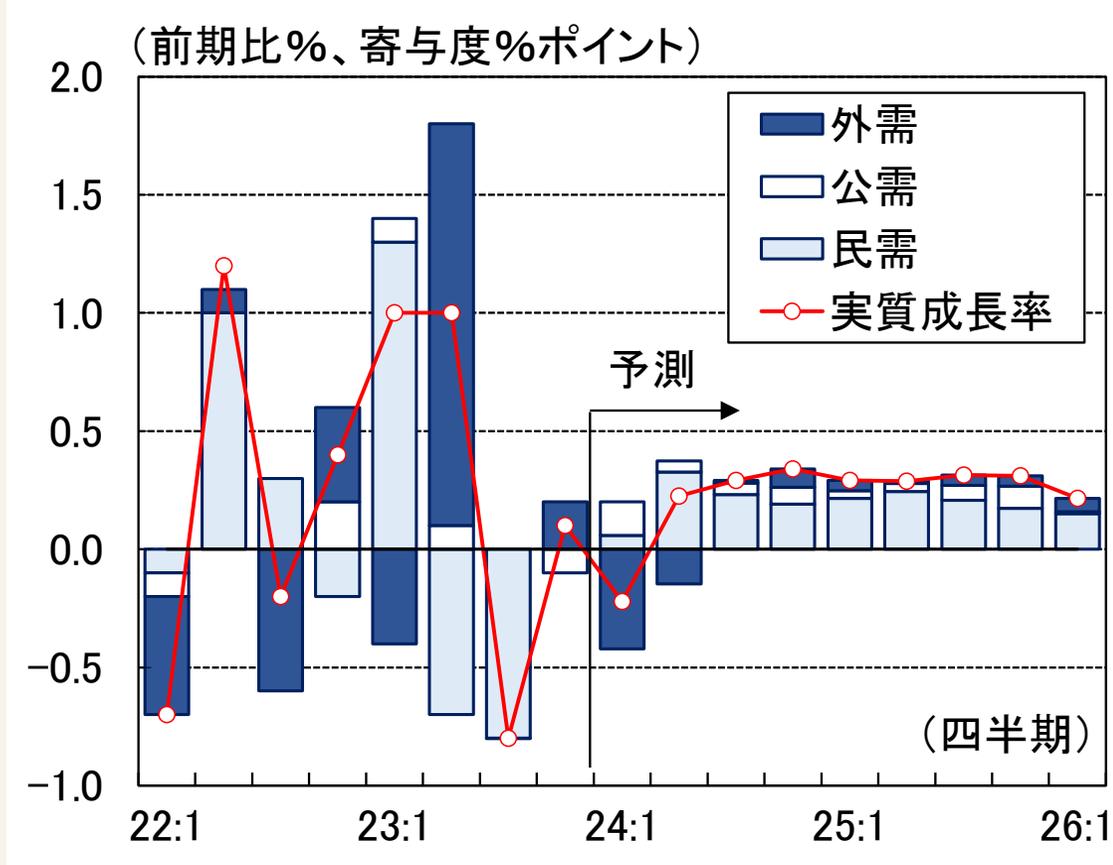
- 長期にわたるゼロ金利を回避する為には、新たな成長戦略を通じて自然利子率を少なくともゼロ%近傍まで引き上げることと物価目標を1 - 2%に引き下げることが求められる。

図表5. 日本経済の短期予測

【短期経済予測】

<四半期>

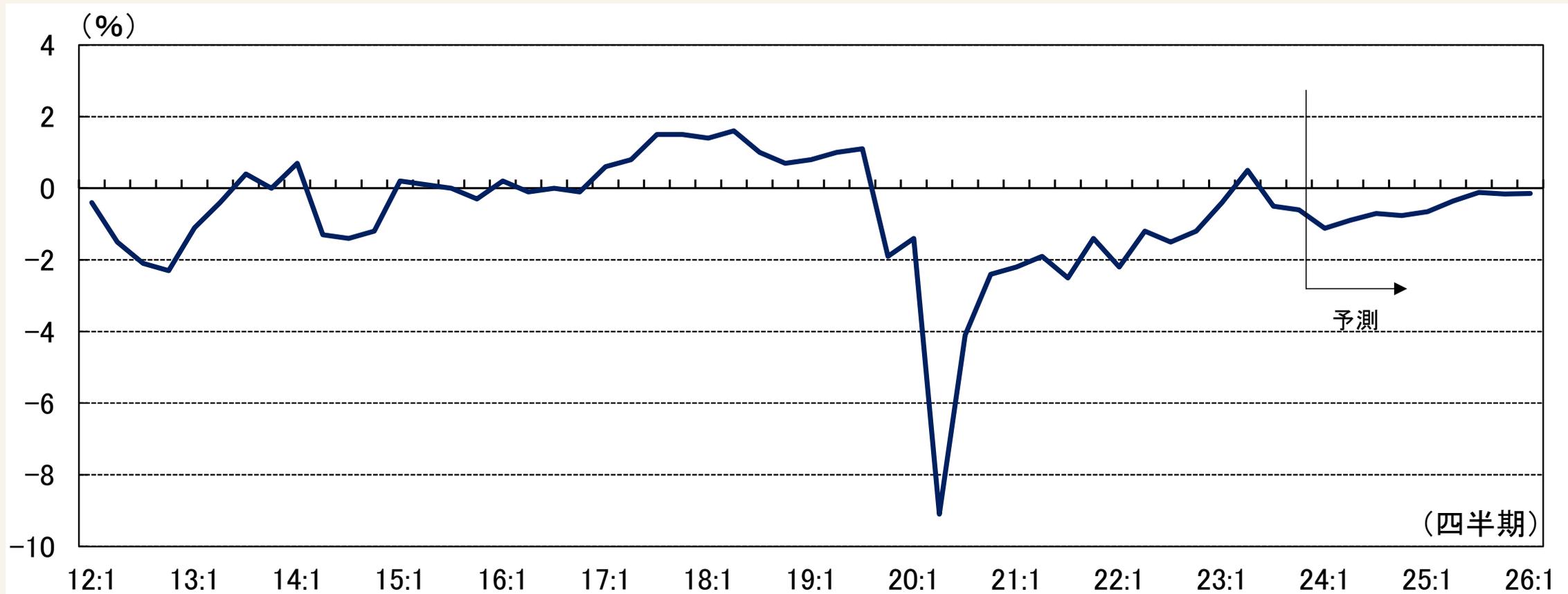
<年度>



(資料) 日本経済研究センター

図表6. GDPギャップ

【GDPギャップ（内閣府）】

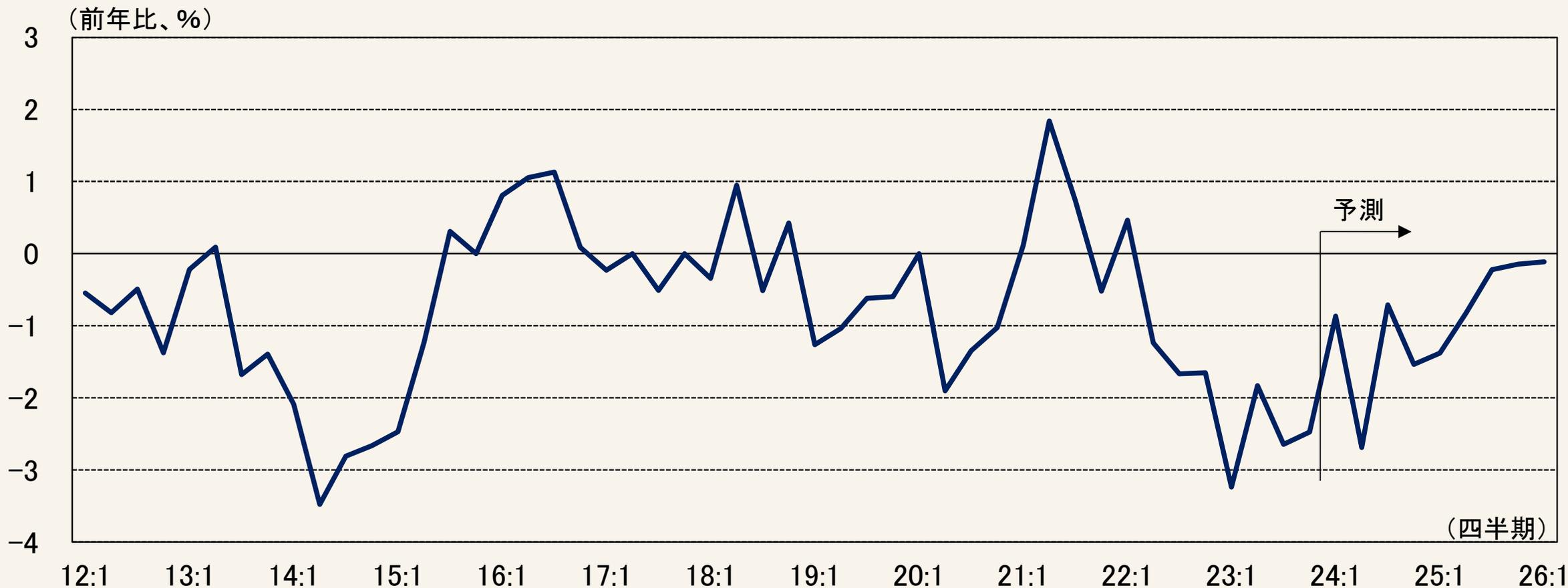


(注) 直近の実績は2023年第4四半期。予測期間の潜在成長率は23年度0.7%, 24年度0.7%, 25年度0.6%

(資料) 内閣府『月例経済報告』日本経済研究センター

図表7. 実質賃金

【実質賃金】



(注)5人以上の事業所ベース: 直近の実績は2023年第4四半期 / 予測は日経センター短期予測

(2024年3月)の名目現金給与総額をCPI(持家の帰属家賃を除く総合. ただし持家の帰属家賃が予測期間を通して足元横ばいと仮定した試算系列)で実質化して算出

(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』 / 日本経済研究センター

図表8. 単位労働費用

【単位労働費用】



(注) 直近の実績は2023年第4四半期(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

図表9. 労働分配率の推移

【労働分配率】



(注) 直近は2023年第4四半期
 (資料) 内閣府『四半期別GDP速報』

図表10. 日本銀行・日経センター・ESPの物価見通し

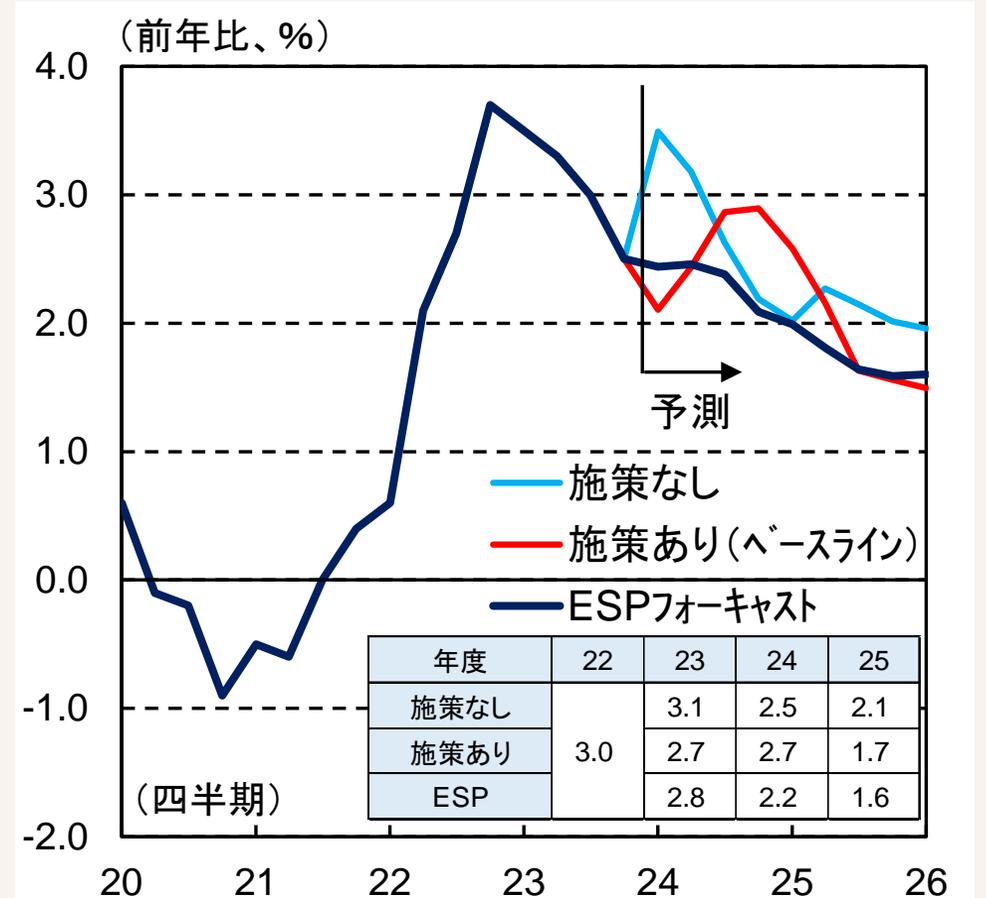
【政策委員の大勢見通し（2024年1月）】

(単位: : 前年比%)

	消費者物価指数	
	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022年度(実績値)	+3.0	+2.2
2023年度	+2.8	+3.8
10月時点の見通し	+2.8	+3.8
2024年度	+2.4	+1.9
10月時点の見通し	+2.8	+1.9
2025年度	+1.8	+1.9
10月時点の見通し	+1.7	+1.9

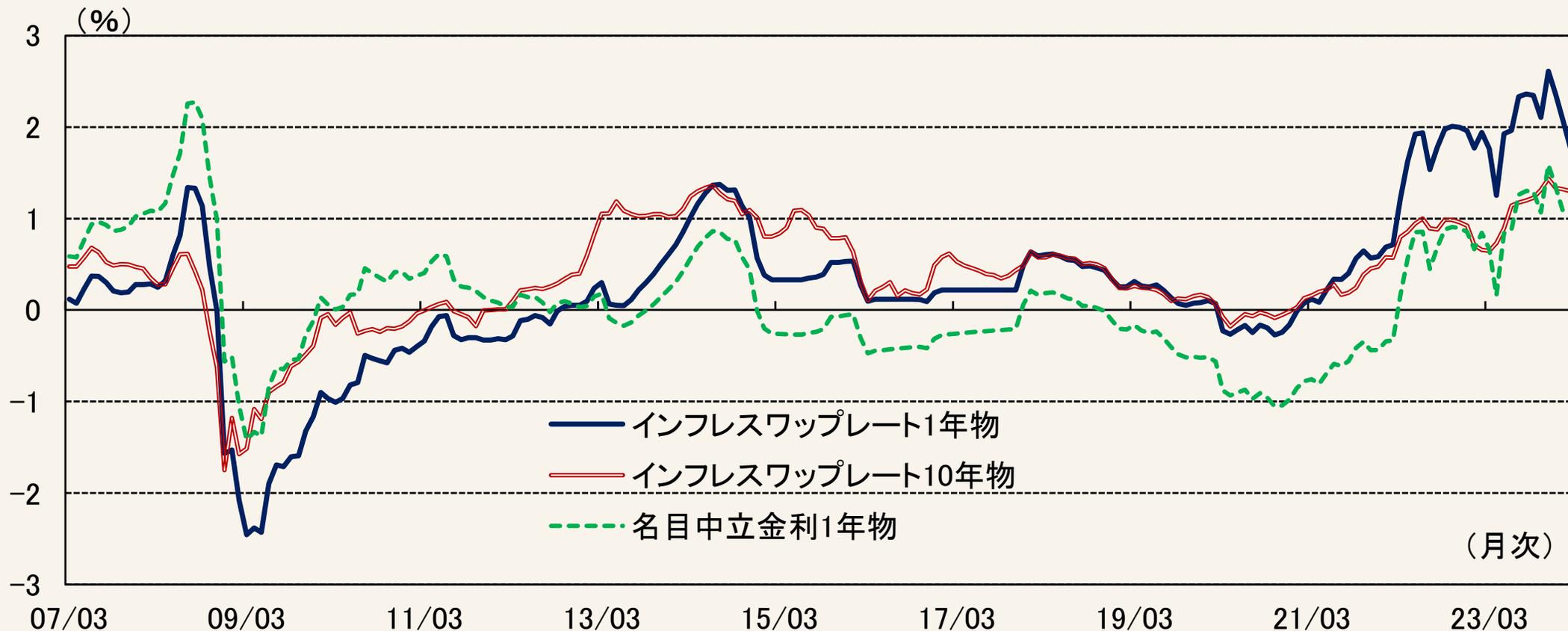
(注) 数値は政策委員見通しの中央値
(資料) 日本銀行『経済物価情勢の展望(2024年1月)』

【消費者物価指数（生鮮食品除く）】



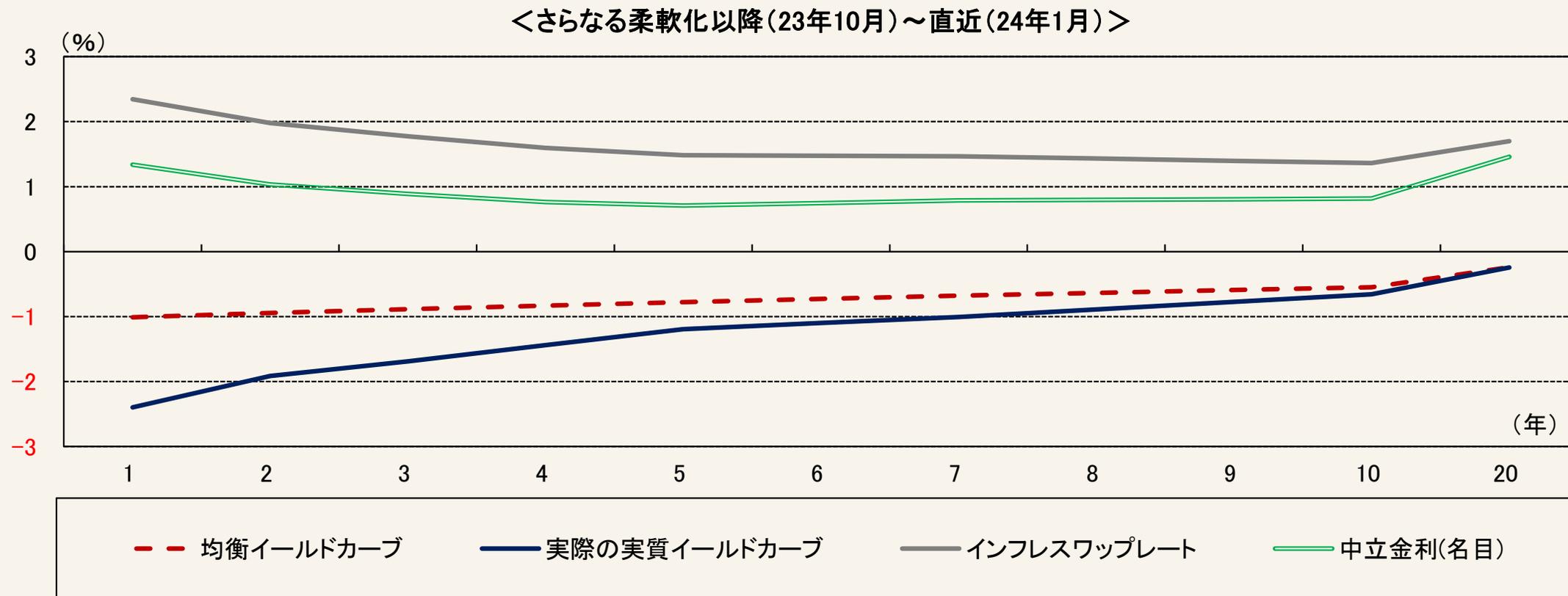
(注) 「施策なし」はガソリン・電気代補助施策が無かったと仮定した場合の試算系列
(資料) 日本経済研究センター短期経済予測班、日本経済研究センター『ESPフォーキャスト2024年1月調査』

図表11. インフレスワップレートと名目中立金利



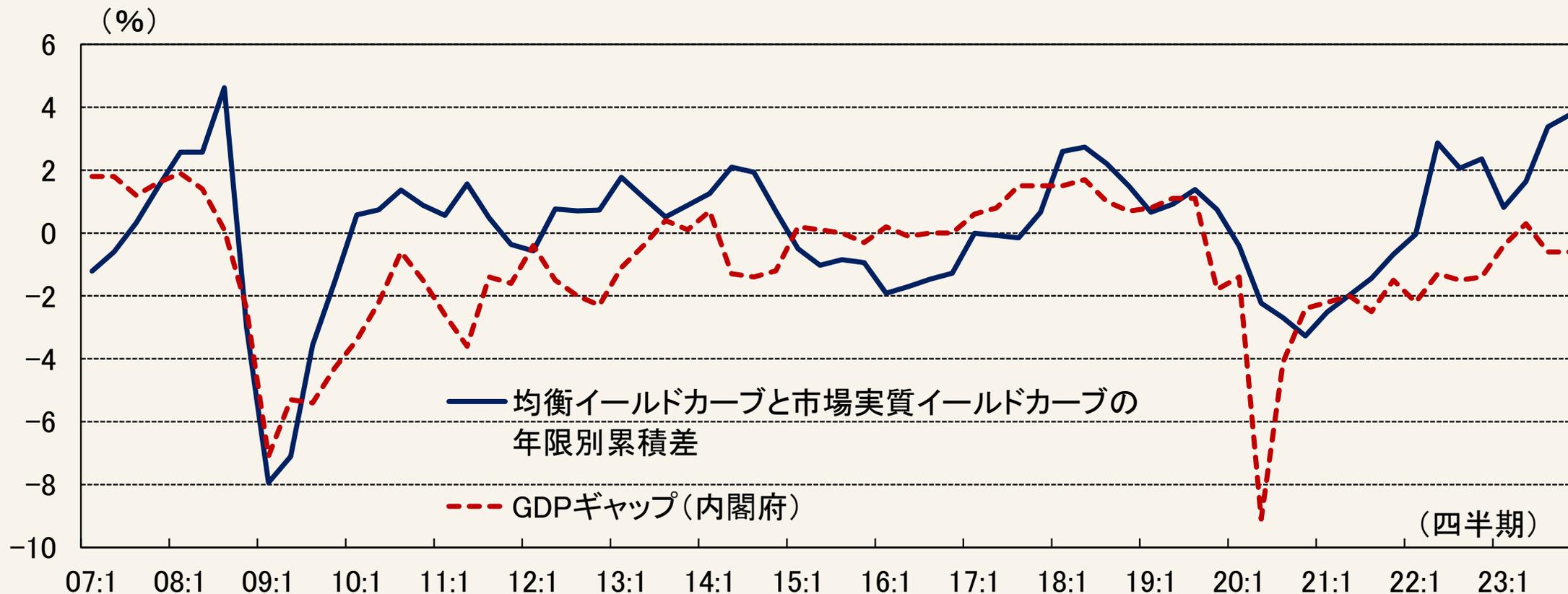
(注) 日次データを月次平均している。インフレスワップレートの直近は2024年3月 / 名目中立金利の直近は2024年1月
 (資料) Bloomberg

図表12. 均衡イールドカーブと市場実質イールドカーブの推移



(資料) Bloomberg, 日本経済研究センター金融班「日銀を待ち受ける巨大バランスシートとの闘い—中立金利を推計1年物で0.6%, 10年物で0.8%程度-」(2024年3月19日公表)

図表13. GDPギャップと均衡イールドカーブと市場実質イールドカーブの年限別累積差の推移



(注) 直近は2023年第4四半期
(資料) 内閣府 / Bloomberg

図表14. フリードマン均衡 (シナリオA)

$$i = r^N + \pi$$

$$i = (\rho + g^c) + \pi$$

r^N : 自然利子率

ρ : 時間選好率

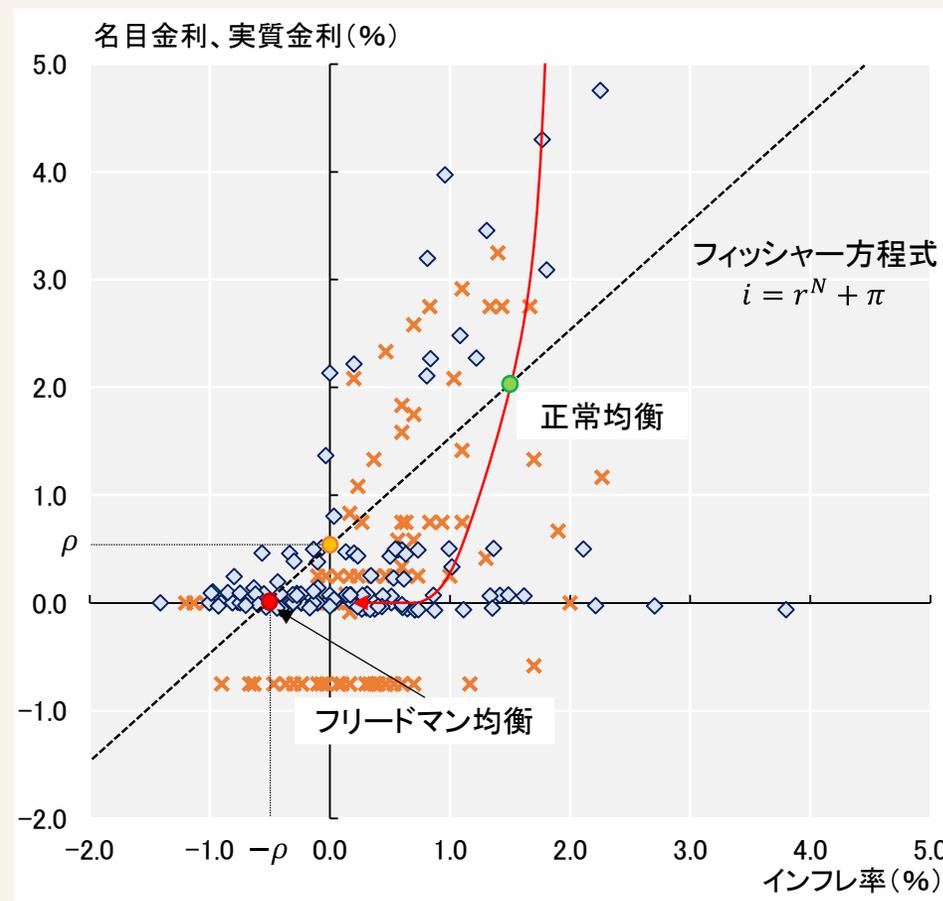
g^c : 1人当たり実質消費の増加率

ここで、 $i = 0$ かつ $g^c = 0$ ならば、

$$i = \rho + \pi = 0$$

$$\pi = -\rho < 0$$

と、 $r^N = \rho > 0$ となる



(注1) ひし形は日本のデータ。名目金利は無担保コール翌日物金利、インフレ率は生鮮食品を除く総合(消費税の影響を除く)の前年比。期間は1991年第1四半期から2022年第4四半期

(注2) ×印はスイスのデータ。名目金利は政策金利、インフレ率は生鮮食品とエネルギーを除くCPIの前年比。期間は2001年第2四半期から2023年第1四半期

(注3) 5%を上回る時期については目盛の関係で非表示とした

(資料) 日経NEEDS-Financial QUEST, 総務省『消費税調整済消費者物価指数』Swiss National Bank, Bloomberg

図表15. クルーグマンの流動性の罫均衡 (シナリオB)

$$i = r^N + \pi$$

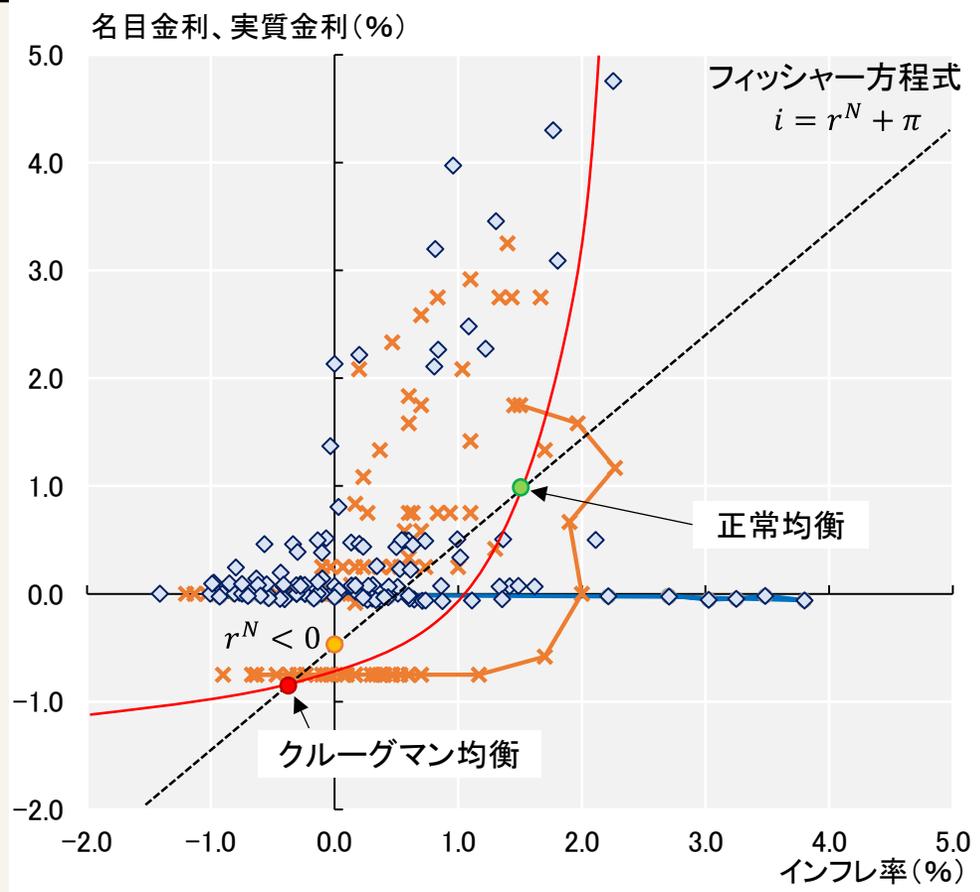
$$i = (\rho + g^c) + \pi$$

r^N : 自然利子率
 ρ : 時間選好率
 g^c : 1人当たり実質消費の増加率

ここで、 $i < 0$ 、 $r^N < 0$ であって、
 $\rho > 0$ もしくは $\rho = 0$ ならば、

$$i = g^c < 0$$

となり、1人当たり実質消費が減少する



(注1) ひし形は日本のデータ。名目金利は無担保コール翌日物金利、インフレ率は生鮮食品を除く総合（消費税の影響を除く）の前年比。期間は1991年第1四半期から2023年第4四半期(10 - 11月の値), 2020年以降を直線で結んでいる

(注2) ×印はスイスのデータ。名目金利は政策金利、インフレ率は生鮮食品とエネルギーを除くCPIの前年比。期間は2001年第2四半期から2023年第4四半期(10 - 11月の値), 2020年以降を直線で結んでいる

(注3) 5%を上回る時期については目盛の関係で非表示とした

(資料) 日経NEEDS-Financial QUEST / 総務省『消費税調整済消費者物価指数』/ Swiss National Bank, Bloomberg

図表16. クルーグマンの流動性の罫均衡 (シナリオC)

$$i = r^N + \pi$$

$$i = (\rho + g^c) + \pi$$

r^N : 自然利子率

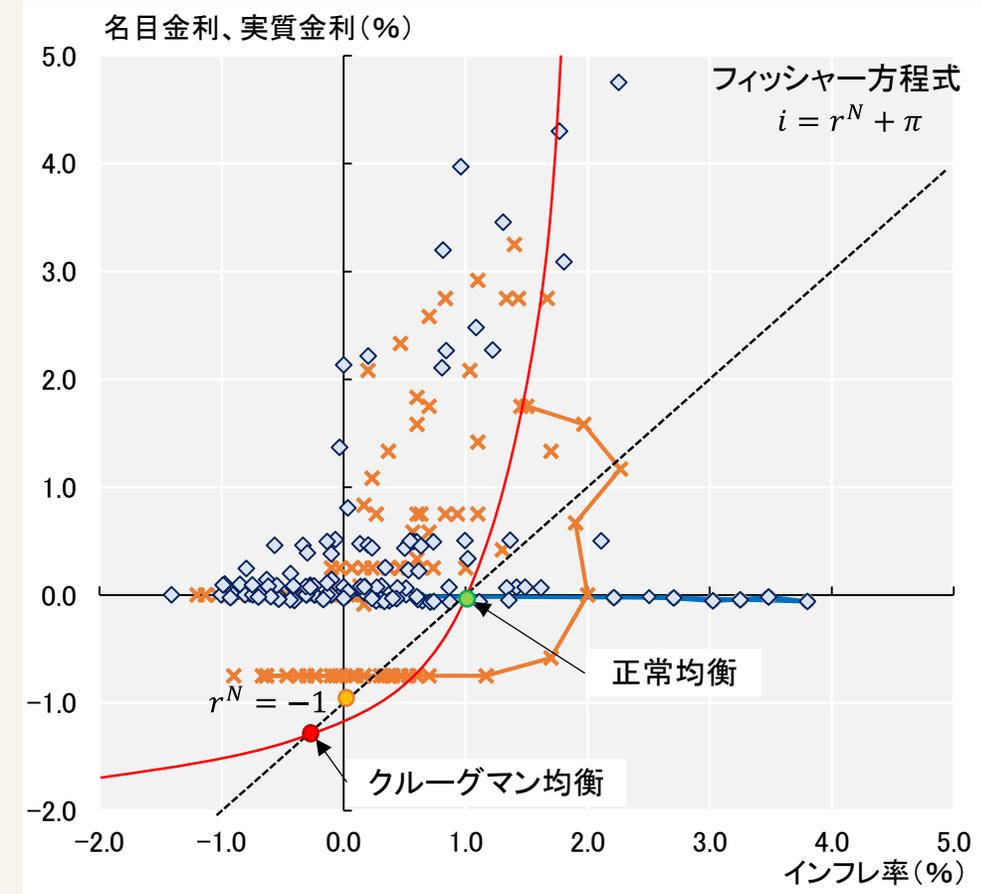
ρ : 時間選好率

g^c : 1人当たり実質消費の増加率

ここで、 $i < 0$ 、 $r^N < 0$ であって、
 $\rho > 0$ もしくは $\rho = 0$ ならば、

$$i = g^c < 0$$

となり、1人当たり実質消費が減少する



(注1) ひし形は日本のデータ。名目金利は無担保コール翌日物金利、インフレ率は生鮮食品を除くCPI総合(消費税の影響を除く)の前年比。期間は91年第1四半期から23年第4四半期、20年以降を直線で結んでいる

(注2) ×印はスイスのデータ。名目金利は政策金利、インフレ率は生鮮食品とエネルギーを除くCPIの前年比。期間は01年第2四半期から23年第4四半期、20年以降を直線で結んでいる

(注3) 5%を上回る時期については目盛の関係で非表示とした

(資料) 日経NEEDS-Financial QUEST, 総務省『消費税調整済消費者物価指数』Swiss National Bank, Bloomberg

(参考) 金融政策の拡大効果

1. 金融超緩和政策と拡大的な財政政策が採用されているにもかかわらず、実質成長率がマイナスになり、GDPギャップも需要不足を維持しているのは何故だろうか？
2. 1つの仮説は、エネルギー価格の低下を反映した23年における交易条件の改善(GDP比率でマイナス2%からプラス2%への改善)が企業収益とGDPデフレーターを大きく押し上げたが、単位労働費用の伸びがゼロの下で労働分配率を大幅に低下させたことが考えられる。
□この結果、実質賃金低下 / 実質消費の停滞がもたらされた。
3. 2つ目の仮説は、金融超緩和政策や財政政策の景気拡大効果が予想されているよりも小さいのではないかとするものである。

(参考) 金融政策の拡大効果

4. 金融政策の経済拡大効果の大きさを金利面で図るには貯蓄と投資をバランスさせる均衡実質金利(自然利子率)がどの位市場実質利子率を上回っているかによってGDPギャップがどの程度変化するか調べればよい [利子率ギャップ]

GDPギャップの変化 = $a(\text{自然利子率} - \text{市場実質金利})$

5. イールドカーブ・コントロール政策の下での需要拡大効果の大きさは以下の式で示される。

*図表13

GDPギャップ = $a(\text{均衡イールドカーブ} - \text{市場実質イールドカーブ})$

(参考) 金融政策の拡大効果

6. 今回の均衡イールドカーブの推定は、イールドカーブについて シーゲル=ネルソンモデルの3要素分解(・水準・傾き・曲率)とバンドパスフィルター法によるトレンド抽出を組み合わせたものである。

□ 先行研究“Imakubo=Kojima=Nakajima(2015)”などとの主な相違は、インフレ期待にインフレスワップレートを採用し、潜在成長率の変化が3要素に与える影響を考慮していないことにある。[金融研究報告(2024)]

(参考) 金融政策の拡大効果

7. 主な結果は、以下の通りである。

- I. 2023-24年におけるインフレ期待は短期で2%、長期で1%である。***図表11**
- II. 2023-24年における均衡イールドカーブは短期でマイナス1%、長期でマイナス0.5%である。***図表12**
- III. 均衡イールドカーブと市場実質イールドカーブの差は短期で1%、長期でゼロ%である。***図表12**
- IV. 名目中立金利はマイナス1%からプラス1%で推移しているが、最近時点では短期・長期とも1%近傍にある。
- V. 均衡イールドカーブと市場実質イールドカーブの年限別累積差の拡大は、GDPのデフレギャップを縮小させるよう機能している。2022-23年の金利面での経済拡大効果は過去最大である。

(参考) 金融政策の拡大効果

8. ここでのパズルは金利面から見た経済拡大効果が最大であるにもかかわらず、成長率が低迷し、第二の力による消費者物価がピークアウトしGDPのデフレギャップが縮小しないと予測されていることである。

9. 最近の長期の名目中立金利が1%であることは、今後の長期金利の上昇余地が限定的であることを示唆しており、興味深い。

□ここで計測された短期均衡イールドカーブ(自然利子率)は、過去の自然利子率計測例と比べるとGoy=Iwasaki (2023), Del Negro et.al(2017)に近いマイナス1%である。

“日本銀行(2023年)” *[図表12](#)

- [1] 日本銀行企画局「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, 2023年12月4日
- [2] 日本経済研究センター「第197回四半期経済予測(2023年10-12月期～26年1-3月期)：金融政策転換の成否は持続的なベア重視が鍵」 2024年2月27日
- [3] 日本経済研究センター「中期経済予測第50回（標準シナリオ）中期経済予測、2023-35年度、30年代、マイナス成長突入か回避の分岐点」2023年12月7日
- [4] 日本経済研究センター「2023年度金融研究報告：マイナス金利解除後の日銀の金融政策」2024年4月
- [5] Akinci, O., Benigno, G., Del Negro, M., Nourbash, E., and Queralto, A., “Measuring the Financial Stability Real Interest Rate, r^{**} ,” Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, May 24 2023.
- [6] Bailey, A., Cesa-Bianchi, A., Garofalo, M., Harrison, R., McLaren, N., Piton, S., and Sajedi, R., “Structural Change, Global R^* and the Missing-investment Puzzle,” Bank of England Staff Working Paper No.997, 2022.

- [7] Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., and Uribe, M., “The Perils of Taylor Rules,” *Journal of Economic Theory*, Volume 96, Issues 1–2, pp 40-69, 2001.
- [8] Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P., and Tambalotti, A., “Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2017
- [9] Dewatripont, M., Praet, P., and Sapir, A., “The Silicon Valley Bank Collapse: Prudential Regulation Lessons for Europe and the World,” *VoxEU*, 20 May 2023.
- [10] Du, W., Forbes, K., and Luzzetti, M., “Quantitative Tightening Around the Globe: What Have We Learned?” paper prepared for 2024 US Monetary Forum, February 28 2024.
- [11] Imakubo, K., Kojima, H., and Nakajima, J., “The Natural Yield Curve-Its Concept and Measurement,” *Bank of Japan Working Paper Series*, No.15-E-5, 2015
- [12] Obstfeld, M., “Mayekawa Lecture: Perspective on \bar{r} and r^* ,” 2023 BOJ-IMES Conference, 31 May 2023.

ご清聴ありがとうございました

- 日本経済研究センターの分析・提言等は
 - ホームページをご覧ください

<http://www.jcer.or.jp/>
検索サイトから → 「JCER」

