

調査と情報—ISSUE BRIEF—

No. 1293 (2024. 9.26)

正常化に向かう日本銀行の金融政策

—その概要と論点—

はじめに

I 金融政策の正常化の概要

- 1 金融政策の正常化の背景
- 2 金融政策の正常化の内容

II 近年の金融政策の経緯及び過去と

今般の利上げ局面の比較

- 1 金融政策の主な経緯
- 2 過去と今般の利上げ局面の比較

III 金融政策の正常化をめぐる論点

- 1 我が国経済に係る論点
- 2 金融政策に係る論点

おわりに

キーワード：日本銀行、異次元緩和、非伝統的金融政策、ゼロ金利制約、物価安定の目標、コールレート、利上げ

- 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、令和6（2024）年3月にマイナス金利の解除、同年7月に政策金利の引上げを実施するなど、非伝統的金融政策から政策金利の操作を中心とする伝統的金融政策へと転換した。
- 今般の政策金利の引上げ局面では、過去の引上げ局面と比べて、実質金利がゼロ以下の低い水準にある等の特徴がある。
- 政策金利の引上げと国債買入れの減額は、長短金利の双方の上昇を通じて実体経済に影響を与える。今後の金融政策に係る論点としては、利上げが日本銀行の財務に与える影響、情報発信の在り方、非伝統的金融政策の総括といった点がある。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 かじともみ さとうりょう 梶 朋美・佐藤 良

第1293号

はじめに

令和 5 (2023) 年 4 月、「量的・質的金融緩和（いわゆる異次元緩和）」¹を主導した黒田東彦氏が日本銀行総裁を退任し、経済学者で元日本銀行政策委員会審議委員の植田和男氏が新総裁に就任した。植田新総裁の下、日本銀行は、段階的に金融政策の正常化を進めてきた。令和 6 (2024) 年 3 月には、マイナス金利の解除等から成る金融政策の枠組みの見直しを行い、11 年に及んだ異次元緩和を終了して金融政策の正常化へと踏み出した。同年 7 月には、政策金利を 0.25%に引き上げる決定を行った。我が国は、およそ 17 年ぶりに金利のある世界に本格的に回帰しつつある。

本稿では、まず、令和 6 (2024) 年 3 月以降の金融政策の正常化の背景とその内容について概説する。続いて、過去四半世紀の金融政策の経緯を振り返り、過去と今般の利上げ局面の比較を行う。最後に、金融政策の正常化をめぐり、我が国経済や金融政策に係る論点を述べる。

I 金融政策の正常化の概要

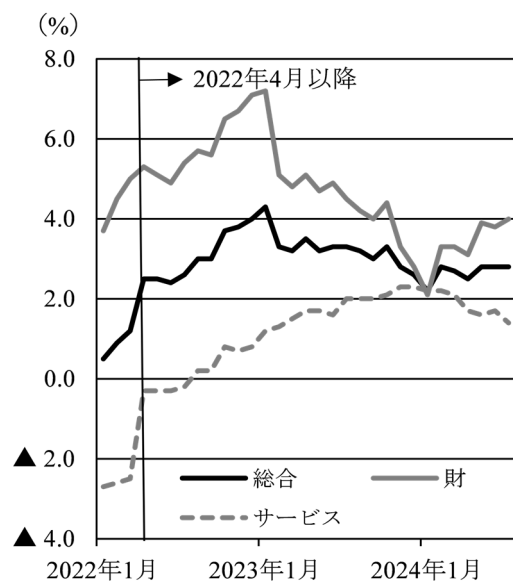
1 金融政策の正常化の背景

(1) 物価動向

コロナ禍からの需要回復やロシアによるウクライナ侵略を背景とした世界的なインフレの高進があったところ、我が国においては、円安がその影響を増幅し、令和 4 (2022) 年 4 月以降、消費者物価指数（総合）の上昇率（前年同月比）が、日本銀行が「物価安定の目標」²とする 2%を恒常的に上回っている（図 1）。

今般のインフレは、輸入物価の上昇を起点とした海外主導型として始まったが、人手不足等を背景として賃金（名目賃金）の上昇傾向が継続したことから、価格転嫁の動きが原材料コストから人件費に拡大した³。その結果、物価上昇の裾野が、財だけでなく人件費を反映しやすいサービスにも広がり、幅広

図 1 消費者物価指数（前年同月比）の推移



(出典) 総務省統計局「2020 年基準消費者物価指数 財・サービス分類指数（全国）」を基に筆者作成。

* 本稿は令和 6 (2024) 年 8 月 28 日までの情報に基づく。インターネット情報の最終アクセス日も同日である。

¹ 異次元緩和の内容や変遷については、大森健吾「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の 5 年を振り返って—」『レファレンス』808 号, 2018.5, pp.25-45. <<https://doi.org/10.11501/11095236>>; 同「ポストコロナを見据えた金融政策の修正—日銀の「点検」とその背景—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1150, 2021.6.15. <<https://doi.org/10.11501/11684499>> 等を参照。

² 日本銀行は、平成 25 (2013) 年 1 月、金融政策の枠組みにおいて「物価安定の目標」を導入し、消費者物価の前年比上昇率で 2%と定めた（日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」2023.1.22. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130122b.pdf>）。

³ 企業が、人材確保のために賃金に物価動向を反映させる行動をとり、さらに物価に賃金動向を反映させる行動を進めているためとされる（日本銀行「経済・物価情勢の展望（2024 年 1 月）」2024.1.24, pp.43-44. <<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2401b.pdf>> 等）。

い品目で価格が上昇基調となっている⁴。

(2) 「物価安定の目標」が実現される見通しが可能となった背景

2%の「物価安定の目標」の実現見通しが可能となった背景として、①価格据置き慣行（ノルム⁵）の弱まり、②高い賃上げの実現、③円安傾向の定着が指摘されている⁶。①について、我が国においては、これまでの長期にわたるデフレの経験から賃金や物価が上がらないことを前提とした考え方やノルムが形成され価格硬直性が高かったところ⁷、今般のインフレ局面では幅広い業種に共通して物価上昇圧力がかかったことでノルムが変化し、価格が上がりやすい環境となってきたとされる⁸。②について、人手不足や優秀な人材の確保の必要性を背景とした賃上げ機運の高まりを受け、令和5（2023）年、令和6（2024）年と2年連続で高い賃上げが実現したことが挙げられる⁹。③について、内外金利差や日本経済の構造変化等を背景とした円安の継続傾向が、輸入物価の上昇を通じた物価の押上げや企業における賃上げの容易化¹⁰に寄与しているとされる¹¹。

2 金融政策の正常化の内容

(1) 令和6（2024）年3月の金融政策決定会合における決定内容

日本銀行は、令和6（2024）年3月18・19日の金融政策決定会合において、賃金と物価の好循環の強まりが確認され、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、金融政策の枠組みの見直しを決定した（表1）¹²。

⁴ 同上, pp.29-30; 内閣府「令和6年度年次経済報告（経済財政政策担当大臣報告）―熱量あふれる新たな経済ステージへ―」2024.8, pp.83-87, 115-117. <https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je24/pdf/all_01.pdf>

⁵ 慣行（ノルム）とは、社会的に共有されているコンセンサス（社会的規範）を指す（渡辺努『物価とは何か』講談社, 2022, p.87）。

⁶ 本節の記述は、早川英男「植田日銀、金融政策正常化へ本格始動（上）―マクロ経済環境の変化と日銀の対応―」2024.4.5. 東京財団政策研究所ウェブサイト <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4501>> を主に参考とした。

⁷ 日本銀行「経済・物価情勢の展望（2018年7月）」2018.8.1, pp.4-8, 40-52. <<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1807b.pdf>>

⁸ 伊藤隆敏「マイナス金利解除後の金融政策（1）「2%インフレ目標」貫徹を（経済教室）」『日本経済新聞』2024.4.8; 「インフレ研究の第一人者 東京大の渡辺努教授に聞く」『週刊エコノミスト』4800号, 2023.7.11, pp.18-19.

⁹ 日本労働組合総連合会（連合）の集計によると、春季労使交渉（春闘）における賃上げは、令和5（2023）年が3.58%、令和6（2024）年が5.1%と高水準であった（「賃上げ平均3.58% 30年ぶり高水準 連合最終集計（春季交渉23）」『日本経済新聞』2023.7.6; 「賃上げ平均5.1% 連合、24年最終集計 33年ぶり5%超」『日本経済新聞』2024.7.4）。ただし、物価動向を反映した実質賃金は、令和4（2022）年4月から令和6（2024）年5月まで26か月連続でマイナスが続いた（厚生労働省「毎月勤労統計調査」）。実質賃金は、同年6月には27か月ぶりにプラス（1.1%増）に転じたが、賞与（統計分類上は特別に支払われた給与）が増えたことによる一時的な側面が強いとの見方がある（木内登英「実質賃金は27か月ぶりのプラスもプラス定着は9月以降：日銀は円高・株安の賃金・物価への影響を見定める必要」2024.8.6. 野村総合研究所ウェブサイト <https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2024/fis/kiuchi/0806_3>）。

¹⁰ 今後も円安傾向が続くという予想が、円高による業績悪化懸念を払拭し、企業の賃上げを可能としたとされる（早川 前掲注(6)）。

¹¹ 円安については、輸出企業の業績を改善させた一方で、家計部門は購買力の低下という不利益を被っていることから、日本銀行に対して過度な円安是正のために利上げを求める声があった。植田総裁は、金融政策は為替レートを直接コントロールの対象とするものではないが、為替レートの変動は場合によっては経済・物価に影響を及ぼす重要な要因の1つになるため、それが基調的な物価上昇率に無視し得ない影響を与えるのであれば、為替レートは金融政策上の考慮あるいは判断材料になり得るとの見解を示している（日本銀行「総裁定例記者会見（4月26日）」2024.4.30. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2024/kk240430a.pdf>）。

¹² 本節の記述は、日本銀行「金融政策の枠組みの見直しについて」2024.3.19. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdec/mpr_2024/k240319a.pdf>; 同「総裁定例記者会見（3月19日）」2024.3.21. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2024/kk240321a.pdf> を主に参考とした。

具体的には、マイナス金利（▲0.1%）を解除し、金融市場調節で政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物（以下「コールレート」））を 0～0.1%に誘導（利上げ）することとした¹³。長期金利（10 年物国債の流通利回り）の上限の「目途」を 1%としていた長短金利操作（Yield Curve Control: YCC）¹⁴の枠組みを撤廃した¹⁵。リスク性資産に関しては、ETF（指数連動型上場投資信託受益権）・J-REIT（不動産投資法人投資口）の新規の買入れを終了し、CP（コマーシャル・ペーパー）等及び社債等の買入額を段階的に減額し 1 年後を目途に買入れを終了することとした。また、マネタリーベース¹⁶の拡大に係るオーバーシュート型コミットメント¹⁷も終了した。他方で、金利水準は市場に委ねるものの、長期国債の買入れは従前と同ペース（月額 6 兆円程度）で継続することとした。

当該見直しによって、日本銀行は、平成 25（2013）年 3 月から 11 年に及んだ異次元緩和を終了し、金融政策の正常化（短期金利の操作を主たる政策手段とする伝統的な金融政策）に踏み出した。ただし、過去に購入した大量の国債や ETF 等は、バランスシート上に異次元緩和の遺産として残ることとなった。長期国債について、植田総裁は将来のどこかの時点で買入れの減額を考えるとしたが、時期について明言しなかった（6 月及び 7 月の決定内容については後述）。なお、当該見直し後も実質金利（Ⅱ2 で後述）は依然として相当低い水準であることから、当面緩和的な金融環境が継続するとした。

表 1 2024 年 3 月及び 7 月の金融政策の見直しの主な内容

	見直し前	3 月の決定内容	7 月の決定内容
政策金利	日本銀行当座預金の一部に▲0.1%を適用	マイナス金利を解除、コールレートを 0～0.1%程度に利上げ	コールレートを 0.25%程度に利上げ
長短金利操作（YCC）	長期金利の上限の「目途」は 1%	枠組みを撤廃	—
ETF・J-REIT	必要に応じて買入れ	買入れを終了	—
長期国債の買入れ	YCC の枠組みの下、大規模な国債買入れを継続	金利水準は市場に委ねつつ、買入額は従前と同ペース（月 6 兆円程度）で継続	買入額を段階的に減額し 2026 年 1～3 月に月 3 兆円程度に半減

（出典）日本銀行「金融政策の枠組みの見直しについて」2024.3.19. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240319a.pdf>; 同「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」2024.7.31. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240731a.pdf> を基に筆者作成。

（2）令和 6（2024）年 6 月及び 7 月の金融政策決定会合における決定内容

日本銀行は、令和 6（2024）年 6 月 13・14 日の金融政策決定会合において、長期国債の買入れを減額する方針を決定し、市場関係者の意見も確認した上で、次の金融政策決定会合において今後 1～2 年程度の具体的な減額計画を決定するとした。日本銀行は、7 月 9・10 日に、「債券市場参加者会合」を開き、減額の幅やペース、減額のガイダンスの示し方等について金融機

¹³ 日本銀行は、この方針を実現するため、日本銀行当座預金（所要準備額相当部分を除く。）に 0.1%の付利金利を適用する。

¹⁴ 金融市場調節によって短期金利及び長期金利を目標とする水準に誘導するもの（前者は日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用し、後者は 10 年物国債金利がおおむねゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入れを行うことで誘導する仕組み）。

¹⁵ YCC は、令和 5（2023）年 7 月及び同年 10 月の金融政策決定会合において、既に弾力化・形骸化が進んでいた（7 月には長期金利の上限を 0.5%程度から事実上 1.0%に引き上げ、10 月には長期金利の上限を「1.0%を目途」として、これを一定程度超過することを容認）。

¹⁶ マネタリーベースとは、市中の流通現金（日本銀行券発行高＋貨幣流通高）と日本銀行当座預金の合計値を指す。

¹⁷ 消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するとする日本銀行の公約を指す。

関等から意見を聴取した¹⁸。

債券市場参加者会合で出た意見や経済情勢を踏まえ、日本銀行は、7月30・31日の金融政策決定会合において、①長期国債の買入額を四半期ごとに4000億円程度ずつ減額し2026年1～3月に月3兆円程度（現在の水準から半減）とすること¹⁹、②政策金利（コールレート）をこれまでの0～0.1%程度から0.25%程度に引き上げること（以下「追加利上げ」）を決定した（表1）²⁰。

①について、長期国債の償還額が買入額を上回ることとなり、量的引締め（Quantitative Tightening: QT）が開始される。日本銀行の保有国債残高²¹は、約2年後に7～8%程度減少するとの試算が示された²²。減額計画については、令和7（2025）年6月の金融政策決定会合で中間評価を実施するとされた。②について、輸入物価が上昇に転じており、先行き物価が上振れるリスク等を考慮し、物価目標の持続的・安定的な実現の観点から、金融緩和の度合いを調節することが適切と判断したとされた。今後は、現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価の情勢が日本銀行の見込みどおりに推移した場合には、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との方針が示された。

II 近年の金融政策の経緯及び過去と今般の利上げ局面の比較

本章では、平成10（1998）年4月から植田総裁就任までの金融政策の歴史を概観する²³。また、過去2回実施されたゼロ金利からの利上げと今般の利上げについて、簡単に比較を行う。

1 金融政策の主な経緯

（1）ゼロ金利政策の開始から異次元緩和前まで

バブル崩壊後の長期不況やデフレ、金融システムの不安定化を受けて、速水優総裁²⁴率いる日本銀行は、平成11（1999）年2月、政策金利（コールレート）をおおむねゼロ水準に誘導する、いわゆる「ゼロ金利政策」を開始した²⁵。平成12（2000）年8月には、デフレ懸念の払拭

¹⁸ 日本銀行金融市場局「「債券市場参加者会合」第20回議事要旨」2024.7.19. <https://www.boj.or.jp/paym/bond/mbond_list/mbond240719.pdf>

¹⁹ 月間買入予定額は、令和6（2024）年7月が5.7兆円、同年8月及び9月が5.3兆円とされ、それ以降は四半期ごとに4000億円ずつ減額し、令和8（2026）年1～3月期には2.9兆円になるとされた（日本銀行「（参考）2024年7月金融政策決定会合での決定内容」<https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240731b.pdf>）。

²⁰ 本節の以下の記述は、日本銀行「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」2024.7.31. <https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240731a.pdf>; 同「総裁定例記者会見（7月31日）」2024.8.1. <https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2024/kk240801a.pdf> を主に参考とした。

²¹ 令和6（2024）年3月末時点で576兆円（財政投融资特別会計国債（財投債）を含み、国庫短期証券を除いた時価ベースの数値（日本銀行「資金循環統計」2024年1～3月期の速報値））。保有者全体に占める日本銀行の割合は53.25%である。

²² 植田総裁は、2年後の国債保有残高については長期的に望ましい水準よりも高い水準にあるとの見解を示している（日本銀行「総裁定例記者会見（7月31日）」前掲注(20)）。

²³ 以下の金融政策の歴史に関する記述は、主に、中島真志・島村高嘉『金融読本 第32版』東洋経済新報社、2023, pp.299-306; 藤木裕『入門テキスト金融の基礎 第2版』東洋経済新報社、2022, pp.413-436; 三井住友信託銀行マーケット事業『投資家のための金融マーケット予測ハンドブック 第7版』NHK出版、2020, pp.111-123による。

²⁴ 以下の肩書は当時のもの。

²⁵ ゼロ金利政策は、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで継続すると表明された。これは、将来の短期金利の水準を約束することで、将来の短期金利予想の低下を通じて、長期金利を引き下げることが企図したものであり、時間軸政策（フォワードガイダンス）と呼ばれる。

が展望できるような情勢に至ったとして、ゼロ金利政策を解除し、コールレートの誘導目標を0.25%に引き上げた²⁶。しかし、その後、米国に端を発したITバブルの崩壊、国内景気の悪化、銀行の不良債権処理の加速に伴う大型倒産の続発を受けて、デフレ懸念が再び深刻化した。こうした中で、日本銀行は、利上げから半年後の平成13(2001)年2月にはコールレートの誘導目標を0.15%に引き下げ、同年3月には、金融政策の操作目標のコールレートから日銀当座預金残高への変更等を内容とする「量的緩和政策」を導入した²⁷。

ゼロ金利政策や量的緩和政策では、ゼロ金利制約(zero lower bound)²⁸に直面する中で金融緩和効果を追求するため、「非伝統的金融政策」²⁹と呼ばれる政策が採られた(表2)。

表2 1990年代後半以降の非伝統的金融政策の概要

政策	時期	操作目標	短期金利の誘導目標	長めの金利の引下げ	リスク・プレミアムへの働きかけ	マイナス金利の適用	予想物価上昇率の引上げ
ゼロ金利政策	1999年2月～2000年8月	コールレート	できるだけ低め(事実上ゼロ%)	時間軸政策			
量的緩和政策	2001年3月～2006年3月	日銀当座預金	ゼロ%程度で推移	時間軸政策			
包括的な金融緩和政策	2010年10月～2013年4月	コールレート	0～0.1%(実質ゼロ金利)	長期国債の買入れ・固定金利オペ 時間軸政策	リスク性資産買入れ (CP、社債、ETF、J-REIT)		物価安定の目標 (2013年1月導入)
量的・質的金融緩和	2013年4月～2016年9月	マネタリーベース	ゼロ%程度で推移 →マイナス圏で推移(2016年1月～)	大規模な長期国債買入れ	リスク性資産買入れ	マイナス金利(2016年1月導入)	物価安定の目標への強く明確なコミットメント
長短金利操作付き量的・質的金融緩和	2016年9月～2024年3月	長短金利	マイナス圏で推移	イールドカーブ・コントロール(10年物国債金利操作)	リスク性資産買入れ	マイナス金利	オーバーシュート型コミットメントを追加

(出典)「1990年代後半以降の非伝統的金融政策の概要」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bp-review/data/ref240422.pdf>> を基に筆者作成。

景気が回復に向かい、消費者物価指数が前年比でプラスに転じたことを受けて、日本銀行は、平成18(2006)年3月に量的緩和政策を解除し、金融政策の操作目標をコールレートに戻した。同年7月には、コールレートの誘導目標が0.25%に引き上げられ、約5年ぶりにゼロ金利に終止符が打たれた。平成19(2007)年2月には、コールレートの誘導目標が更に0.5%へと引き上

²⁶ この際、政府は利上げに反対の立場を取り、金融政策決定会合で議決延期請求権を行使したが、日本銀行政策委員会はこれを多数決で否決した。

²⁷ 具体的には、①金融政策の操作目標のコールレートから日銀当座預金残高への変更、②所要準備額を大幅に上回る日銀当座預金残高の供給、③時間軸政策、④長期国債の買入れ増額の措置を講じた。

²⁸ 政策金利がゼロ近傍まで下がってしまうと、名目金利をゼロ以下に下げることができないため、通常の政策手段(短期金利操作)による金融緩和が困難となる状況を指す。ただし、欧州や日本でマイナス金利政策が導入されて以降は、下限が必ずしもゼロではないという意味合いを込めて、「実効下限制約(effective lower bound)」と呼ぶことが定着している(白塚重典『金融政策—理論と実践—』慶應義塾大学出版会、2023、p.214)。

²⁹ 非伝統的金融政策に該当するものには、①マネタリーベースの増加(量的緩和)、②長期国債の買入れ、③リスク性資産の買入れ(信用緩和)、④時間軸政策(フォワードガイダンス)、⑤マイナス金利政策などがある(大森「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の5年を振り返って—」前掲注(1)、pp.31-32)。

げられた。これらの政策転換は、平成 15（2003）年 3 月に速水総裁の後を継いだ福井俊彦総裁の下で行われた。

平成 20（2008）年 9 月のリーマン・ショックを機に、世界的な金融危機が発生したことを受けて、白川方明総裁率いる日本銀行は、同年 10 月にコールレートの誘導目標を 0.5%から 0.3%へ、同年 12 月に 0.1%へと引き下げた。さらに、平成 22（2010）年 10 月には、欧州債務危機や円高等の影響により景気下振れリスクが高まったとして、「包括的な金融緩和政策」を導入した³⁰。

（2）異次元緩和の開始以降

我が国では、平成 10（1998）年 4 月以降のほとんどの期間に、非伝統的金融政策の手法を用いた金融緩和が行われてきたが、平成 25（2013）年 4 月に黒田総裁の下で開始された「量的・質的金融緩和」は、これを「異次元」のレベルまで推し進めるものであった。具体的には、「物価安定の目標」の早期実現に向けて、金融政策の操作目標がコールレート（金利）からマネタリーベース（量）に変更され、長期国債、ETF 等の資産の大規模な買入れ等を通じて、量・質ともに次元の違う金融緩和が行われた。

日本銀行は、平成 26（2014）年 10 月には資産買入規模の拡大等の追加緩和を実施し、平成 28（2016）年 1 月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」として、日本銀行当座預金の一部（政策金利残高）にマイナス金利（▲0.1%）を付す「マイナス金利政策」を導入した。同年 9 月には、異次元緩和導入以降の政策効果等に関する「総括的な検証」を公表した上で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」として、金融政策の操作目標を金利に戻し、短期金利・長期金利を操作する「長短金利操作（YCC）」を導入した³¹。その後、日本銀行は、経済・物価情勢に応じて、段階的に YCC を柔軟化した³²。

2 過去と今般の利上げ局面の比較

日本銀行は、過去 2 度にわたり、ゼロ金利からの利上げを実施したが、内外の景気悪化や金融危機の発生を受けて、ゼロ金利への回帰と非伝統的金融政策の実施を余儀なくされた。過去と今般の利上げ局面では、金利面から見た金融緩和の度合い、具体的には実質金利とテイラー・ルール（後述）に基づく政策金利に明確な違いがある³³。

³⁰ 具体的には、①コールレート誘導目標の 0.0～0.1%への引下げ（ゼロ金利の導入）、②時間軸の明確化（インフレ率がプラス 1%程度になるまでゼロ金利政策を継続）、③資産買入基金の創設（国債、CP、ETF、J-REIT 等の買入れ等）の 3 つの柱で構成された。

³¹ 長短金利操作付き量的・質的金融緩和では、YCC に加えて、オーバーシュート型コミットメント（前掲注(17)を参照）も導入された。

³² 具体的には、日本銀行は、平成 30（2018）年 7 月に YCC の柔軟化（経済・物価情勢に応じた長期金利の変動を許容し、「±0.2%程度」の変動幅を示唆）を表明し、令和 3（2021）年 3 月には長期金利の変動幅を「±0.25%程度」にすると明確化し、令和 4（2022）年 12 月に当該変動幅を「±0.5%程度」に拡大した（詳細は、梶朋美・青木ふみ「長短金利操作の運用見直し—日本銀行の大規模な金融緩和の行方—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1220, 2023.2.27. <<https://doi.org/10.11501/12631979>> を参照）。植田総裁就任以降の YCC の柔軟化については、前掲注(15)を参照。なお、令和 2（2020）年に新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックが経済・物価の大きな下押し要因となると、日本銀行は、企業の資金繰り支援や金融市場の安定化に重点を置いた政策対応に取り組んだ（大森「ポストコロナを見据えた金融政策の修正—日銀の「点検」とその背景—」前掲注(1)）。

³³ 以下の説明のうち、実質金利については日本銀行「経済・物価情勢の展望（2024 年 4 月）」2024.4.30, pp.46-48. <<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2404b.pdf>> を、テイラー・ルールについては関根敏隆「転機の金融政策（中）政策変更 後手に回る懸念も（経済教室）」『日本経済新聞』2024.2.7 を主に参考にした。

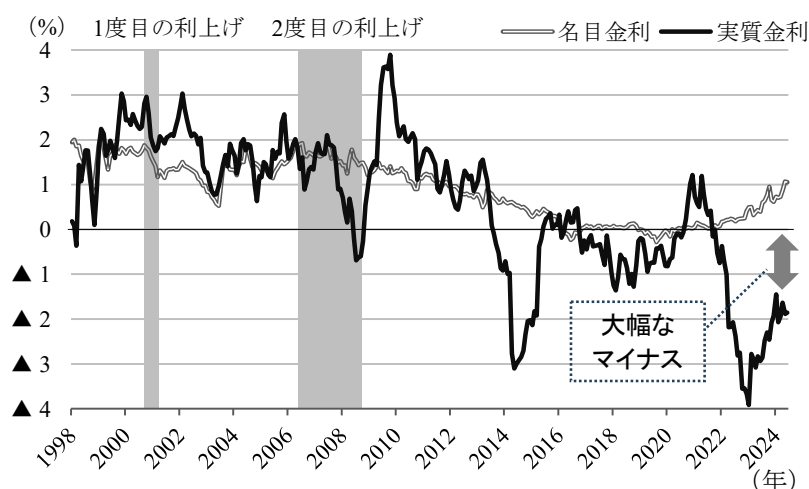
理論上、金融政策の緩和効果は、実質金利（実質市場金利）と自然利子率の差で生じる。金融緩和を行う場合は、実質市場金利を自然利子率より低位にする必要がある。ここでいう実質市場金利とは、見かけの金利（名目市場金利）から将来予想される物価変動の影響（予想物価上昇率）を修正した金利であり、経済行動に影響を及ぼすのは実質市場金利の水準であるとされる³⁴。自然利子率とは、経済・物価に対して引締め

的にも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準であり、長期的な自然利子率は、一定の条件の下で潜在成長率に一致するとされる³⁵。なお、自然利子率に予想物価上昇率を加えたものは中立金利（名目の中立金利）と呼ばれる³⁶。

実際に、実質金利について現在と過去を比較してみると、現在は予想物価上昇率が大きく上昇していることを背景として、実質金利は大幅なマイナスで推移している（図2）。したがって、現在の自然利子率が大幅なマイナスでない限り、現在は緩和的な金融環境であると言える³⁷。

次に、政策金利の誘導水準に関する指

図2 長期金利（10年物国債）の名目・実質金利の推移



（出典）【名目金利】“Financial market.” OECD Data Explorer website <<https://data-explorer.oecd.org/>>; 【実質金利】“Real Japan 10-year Government Benchmark bond yield.” ECB Data Portal website <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/FM/FM.M.JP.JPY.4F.BB.R_JP10YT_RR.YLDA> を基に筆者作成。

図3 テイラー・ルールの計算式

政策金利=自然利子率+現実のインフレ率+ $\alpha \times$ （現実のインフレ率-目標インフレ率）+ $\beta \times$ 需給ギャップ

（注）オリジナルのテイラー・ルールでは、自然利子率と目標インフレ率は2%、 α と β は0.5に設定された。

（出典）関根敏隆「転機の金融政策（中）政策変更 後手に回る懸念も（経済教室）」『日本経済新聞』2024.2.7; John B. Taylor et al., “Discretion versus policy rules in practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39(1), 1993.12, pp.195-214 等を基に筆者作成。

³⁴ 例えば、金銭の貸借を行う場合、名目金利が同じでも物価上昇率が異なれば、借り手の実質的な返済負担は大きく異なり、それが行動に影響を与えるからである（翁邦雄『金利と経済—高まるリスクと残された処方箋—』ダイヤモンド社、2017、pp.8-11）。

³⁵ 自然利子率については、岡崎陽介・須藤直「わが国の自然利子率—DSGEモデルに基づく水準の計測と決定要因の識別—」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.18-J-3、2018.6。<https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2018/data/wp18j03.pdf> を参照。自然利子率は、直接観察できないため経済モデルに基づいて推計する必要があり、我が国の自然利子率は▲1.0～0.5%程度の範囲にあると推計されている（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）第4セッション 非伝統的金融政策）2023.12.4。<<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/data/bpr231206d.pdf>>）。我が国の自然利子率は長期的に低下傾向にあり、そのことが金融政策の緩和余地を狭めてきたとされる。

³⁶ 2%の「物価安定の目標」が達成されている状況であれば、名目の中立金利は上述の自然利子率の推計値（▲1.0～0.5%）に2%を加算した1.0～2.5%程度が目安となり、当該水準が緩和的でも引締めのでもない金融環境であるとされる（「揺らぐ「1%まで利上げ」説 日銀「必ずしも言えない」高まる不確実性」『日本経済新聞』2024.6.19）。

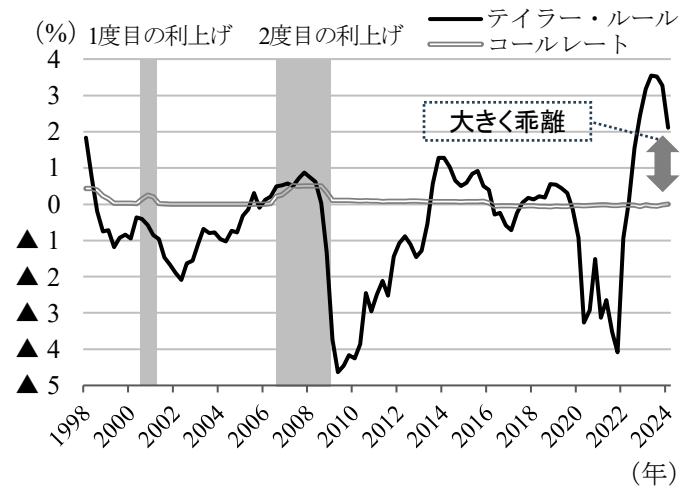
³⁷ 日本銀行「総裁定例記者会見（3月19日）」前掲注(12)、p.8。

針となる金融政策ルール³⁸の 1 つであるテイラー・ルールを取り上げる。テイラー・ルールは、①自然利子率に現実のインフレ率を加算した値、②現実のインフレ率と目標インフレ率との乖離、③現実の国内総生産 (GDP) と潜在 GDP との乖離 (需給ギャップ) に基づいて政策金利の水準を設定するものである (図 3) ³⁹。

テイラー・ルールが指示する金利水準を見ると、現在、操作目標とされているコールレートは当該水準を大きく下回っている (図 4)。今後もおおむね 2% のインフレ率が実現すれば、現在のコールレートの水準では、両者の間の大きな乖離は継続することが予想される⁴⁰。

このように、実質金利とテイラー・ルールに基づく政策金利で見た場合、過去の利上げ時と比較して、現在は緩和的な金融環境にあることが見て取れる⁴¹。

図 4 テイラー・ルールに基づく政策金利とコールレートの推移



(注) 関根敏隆「転機の金融政策 (中) 政策変更 後手に回る懸念も (経済教室)」『日本経済新聞』2024.2.7 の手法に倣って作成。 α と β は 0.5、自然利子率は潜在成長率 (日本銀行による試算値)、需給ギャップは日本銀行による試算値、目標インフレ率は 2012 年第 4 四半期までは 1%、それ以降は 2%、現実のインフレ率は食料・エネルギーを除く消費者物価指数 (消費税調整済み指数) とした。

(出典) 日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」；同「無担保コール O/N 物レート」；総務省統計局「消費者物価指数 (消費税調整済み指数)」等を基に筆者作成。

Ⅲ 金融政策の正常化をめぐる論点

本章では、金融政策の正常化をめぐり、我が国経済や金融政策に係る論点を述べる。

1 我が国経済に係る論点

(1) 追加利上げ直後の金融市場の動向

令和 6 (2024) 年 7 月末の追加利上げ後には、内外金利差が縮小するとの観測が強まったことから、外国為替市場は円高に振れた⁴²。8 月頭から日経平均株価が下落傾向にあったところ、

³⁸ 金融政策ルールは、「物価や経済活動の安定を目的として、マクロ経済の変動に応じてシステマティックに金融政策を運営する方式を表現したもの」で、政策反応関数とも呼ばれる (小田信之・永幡崇「金融政策ルールと中央銀行の政策運営」『日銀レビュー』2005-J-13, 2005.8. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2005/data/rev05j13.pdf>)。

³⁹ 現実のインフレ率が目標インフレ率に一致し需給ギャップがゼロの場合 (②・③がともにゼロ)、政策金利は自然利子率と現実のインフレ率の和となり、その状況下では景気・物価に対して中立的な金融政策が行なわれていることとなる (服部直樹・有田賢太郎編著『展望金利のある世界—シミュレーションで描く日本経済・金融の未来図—』金融財政事情研究会, 2024, pp.44-45)。

⁴⁰ 関根 前掲注(33)

⁴¹ 実質金利や自然利子率、テイラー・ルールに基づく政策金利水準は、今般の日本銀行の金融政策の正常化に当たっても念頭にあるとされる (日本銀行「総裁定例記者会見 (3 月 19 日)」前掲注(12), pp.5-8)。

⁴² 米国において令和 6 (2024) 年 9 月の利下げが示唆されたことも、日米金利差縮小の観測を強めた。

米国の景気減速に対する懸念から世界的に株価の下落とドル安が生じたこともあり、8月5日の東京市場は、株価の急落と円高が進行しパニックに陥った⁴³。翌6日には、米国経済の先行きに対する悲観論の和らぎや円高進行の一方による投資家心理の改善などから、株価は一転急反発した⁴⁴。金融市場の混乱を受けて、翌7日、内田眞一日本銀行副総裁が、今後の利上げについてはこれまでよりも慎重に考えるべき要素⁴⁵が生じており、金融市場が不安定な状況下で利上げをすることはないとの見解を示したことから、早期の追加利上げ観測が後退し、金融市場はやや落ち着きを取り戻した⁴⁶。

短期金利については、追加利上げ後に、コールレートは0.2%台前半で推移しており、TIBOR (Tokyo InterBank Offered Rate)⁴⁷も1週間物から12か月物まで全レートで上昇している⁴⁸。長期金利(10年物国債流通利回り)は、YCC撤廃以降に上昇し、7月末までおおむね1.0%台の後半近辺であったところ、足元では0.9%台前半で推移している⁴⁹。

(2) 今後予想される影響と課題

国債買入れの減額と追加利上げは、長短金利の双方の上昇を通じて実体経済に影響を与える⁵⁰。今般の追加利上げから実体経済が受ける影響は、マクロ的に見た場合は限定的とされるが⁵¹、経済主体別に見た場合は、その影響の度合いは異なると考えられる。

(i) 銀行

銀行界においては、預金と貸出金の両面で金利を引き上げる動きが見られる。貸出金利については、大手行や地方銀行では、短期プライムレート(短プラ)⁵²を、平成19(2007)年3月以来、17年半ぶりに引き上げた⁵³。預金金利については、多くの銀行において、普通預金金利

⁴³ 「緊急特集 検証 日本株ショック」『週刊東洋経済』7191号, 2024.8.24, pp.18-25。急激な円高は、輸出企業の業績の悪化を予想させたほか、日米金利差を前提とした円キャリー取引とそれを組み合わせた海外投資家の日本株投資の急激な縮小につながり、日本株の大幅な下落要因になったとされる(「空前の株乱高下 背景は「低金利・円安・低変動」崩れ 「円キャリー」が縮小」『日本経済新聞』2024.8.7等)。東京市場では、8月5日の下落幅(終値ベース)は4,451円と過去最大となった(下落率は12.4%と過去2番目)。同日の東京外国為替市場では円高が進行し、一時1ドル=141円台と1月上旬以来およそ7か月ぶりの円高・ドル安水準を付けた。

⁴⁴ 6日の日経平均株価の上昇幅は3,217円と過去最大となった(上昇率では過去4番目)。

⁴⁵ 株価と為替の急激な変動やそれに伴う経済情勢の変化を指す(内田眞一「最近の金融経済情勢と金融政策運営—函館市金融経済懇談会における挨拶—」2024.8.7, pp.8-10。日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2024/data/ko240807a1.pdf>)。

⁴⁶ 足元(8月26日)では、米ドル/円レートは1ドル=143.5円、日経平均株価は38,110円。前者の利上げ前の最安値(円安)は1ドル=161.6円(7月2日)、後者の利上げ前の最高値は42,224円(7月11日)。

⁴⁷ 東京銀行間取引金利。短期金融市場(1年以内の資金取引)における銀行間取引の実勢を反映した指標金利で、金融機関が事業会社への貸出を行う際などの基準金利としても広く利用されている。公表されているレートは、1週間物、1か月物、3か月物、6か月物及び12か月物の5種類がある。「全銀協 TIBOR とは」一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関ウェブサイト <<https://www.jbatibor.or.jp/about/>>

⁴⁸ 全銀協 TIBOR レートのうち日本円 TIBOR を参照(一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関ウェブサイト <<https://www.jbatibor.or.jp/rate/>>)。

⁴⁹ 「国債金利情報」財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm>

⁵⁰ 久後翔太郎・中村華奈子「「国債買入減額」と「追加利上げ」が長期金利と経済活動に与える影響は限定的か」2024.7.31。大和総研ウェブサイト <https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20240731_024536.pdf>

⁵¹ 同上; みずほリサーチ&テクノロジー調査部経済調査チーム「金利上昇で日本経済はどうなる? 「0.5%利上げ」が景気に与える影響」2024.7.25, pp.3-4。 <<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/2024/pdf/insight-jp240725.pdf>>

⁵² 短プラは、優良企業向けの短期(1年未満)貸出に適用する最優遇金利のことで、変動型住宅ローン金利や融資金利の指標となっている。

⁵³ 「短プラ引き上げ みずほ銀なども 17年半ぶり」『日本経済新聞』2024.8.3; 「地銀も短プラ引き上げ メガ銀に続き 千葉銀や福岡銀 0.15%」『日本経済新聞』2024.8.6等。

及び定期預金金利の引上げが発表された⁵⁴。一般に、利上げは、銀行にとって主な収益源となる預貸金利ざや（貸出金利－預金金利）の改善につながるため、基本的に収益にプラスに働く⁵⁵。他方で、保有有価証券の含み損の拡大⁵⁶や貸出先企業の経営悪化（不良債権の増加）といったマイナス面もあることから、適切なリスク管理の必要性が高まることになる⁵⁷。

（ii）企業

前述のとおり、貸出金利は上昇傾向にある。折しもコロナ禍で実施された実質無利子・無担保融資（ゼロゼロ融資）の利払い⁵⁸や返済が開始していることもあり⁵⁹、企業にとっては債務の返済負担が増すことになる。為替や株価の変動から受ける影響も考えられる。特に、為替は利上げ前より円高に振れていることから、円安で業績が好調だった輸出企業では円安による増益効果が薄れることが予想される⁶⁰。他方で、過度な円安が是正されれば、輸入原材料価格やエネルギー価格の低下により、輸入企業のみならず、広く中小企業全般にもプラスの影響が見込まれる⁶¹。金利や為替の変動による影響は業種や企業規模によって大きく異なるところ、相対的に大企業より中小企業の方が収益に与えるマイナスの影響が大きいとされる⁶²。低金利の下で温存されてきた経営不振企業が財務危機に陥ることも予想されるため、企業の退出の円滑化や企業再生のための体制整備が求められる⁶³。

（iii）家計

家計にとっては、預金の受取金利と住宅ローンの支払金利の双方が上昇することとなる。家計全体で見れば、資産（預金等）が負債（ローン）を上回る資産超過主体であることからプラスの効果の方が大きいとされる⁶⁴。ただし、世帯単位では、利上げの影響は金融資産・負債の保有状況によって異なる。例えば、住宅ローン保有世帯のうち多額のローン残高がある 20～40 代においてはマイナスの影響の方が大きいとされるほか、預貯金が少ない世帯にとっては恩恵が

⁵⁴ 「銀行、預金金利 0.1%に上げ 横浜など日銀利上げ受け 流出防止へメガに追随」『日本経済新聞』2024.8.2; 「三菱 UFJ 銀、定期預金金利 5 倍に 1 年物 0.125%」『日本経済新聞』2024.8.6 等。

⁵⁵ 大手行と地域金融機関では、貸出の構造や債券投資の傾向が異なるため、金利の変動による収益の改善度合いは様ではない（「日銀、追加利上げ「0.25%」に」『ニッキン』2024.8.9; 加藤出「緩和修正と金融機関への影響」『証券アナリストジャーナル』62(4), 2024.4, pp.28-42）。

⁵⁶ 金利の変動が銀行の財務にもたらす影響については、日本銀行『金融システムレポート』2024.4, pp.53-59. <<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr240418a.pdf>> 等を参照。米国では急激な利上げの影響から金融機関の財務が悪化し、令和 5（2023）年春に、シリコンバレーバンク等の中堅銀行が経営破綻する等、金融市場が混乱した。

⁵⁷ 「地銀、貸出金利上昇で増益 4～6 月最終 15%増 73 行、一部は不良債権比率が上昇 稼働力は二極化」『日本経済新聞』2024.8.15; 「金融庁 地域銀行の ALM 点検 「円金利」 上昇局面迎え」『ニッキン』2024.8.16。

⁵⁸ ゼロゼロ融資の無利子（地方自治体等による利子補給）期間は当初 3 年であるため、融資開始後 3 年目以降は融資を受けた企業自身による利払いが必要となる。

⁵⁹ 「企業の「借入金利」動向調査（2023 年度決算、24 年 5 月速報値）」2024.6.26. 帝国データバンクウェブサイト <<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p240609.pdf>>

⁶⁰ 円安による企業業績の押し上げ効果は、鯉渕賢・後藤瑞貴「異なる為替戦略を取る大手と中堅・中小企業の間で業績に明暗」『金融財政事情』3546 号, 2024.6.18, pp.16-19 等を参照。

⁶¹ 「中小、為替ヘッジに使うな 小林健氏 日本商工会議所会頭（直言）」『日本経済新聞』2024.8.18。

⁶² みずほリサーチ&テクノロジーズ調査部経済調査チーム 前掲注(51), pp.6-8; 熊野英生「マイナス金利解除で苦境 10 業種 中小企業に金利上昇の調整圧力」『週刊ダイヤモンド』5008 号, 2024.4.27-5.4, pp.18-19。

⁶³ 安田行宏「金利上昇の影響をよむ（上）企業の退出 支援通じ円滑に（経済教室）」『日本経済新聞』2024.7.24; 鶴田大輔「金利上昇の影響をよむ（下）融資判断、将来の現金収支で（経済教室）」『日本経済新聞』2024.7.25。現在、経済産業省において、企業再生を円滑にするため、債権者の多数決により企業債務を減免する新たな私的整理の法制度を検討中と報じられている（「企業の私的整理、債権者の多数決で 経産省検討 事業再生を素早く」『日本経済新聞』2024.6.27）。マクロ的な観点からは、金利の上昇により経済の新陳代謝が活発化し、収益性の高い企業に資金が集まり、生産性が向上するとの指摘もある（櫻川昌哉「近づく「金利のある世界」（上）マイナス金利脱却、「実質」でも（経済教室）」『日本経済新聞』2024.3.6）。

⁶⁴ みずほリサーチ&テクノロジーズ調査部経済調査チーム 前掲注(51), pp.4-5。

乏しくなる。足元ではインフレが高止まりしていることもあり、賃金の動向も含めて、家計への影響を注意深く見守る必要があるだろう。

(iv) 政府

政府にとっては、金利の上昇は国債の利払費の増加を通じて財政運営に影響する可能性がある⁶⁵。日本銀行は、令和6(2024)年7月の金融政策決定会合で追加利上げとともに長期国債の買入額の減額も決定しており、両面から金利に上昇圧力がかかることになる⁶⁶。現在、国債の約5割は日本銀行が保有しているが、日本銀行による長期国債の買入れ減額に伴い、減額分の新たな買い手が必要となる。そのため、国債の発行主体である政府は、国債の安定消化に向けた適切な発行計画の策定のほか⁶⁷、市場の信認維持のために財政健全化に向けた取組を着実に進める必要がある⁶⁸。

2 金融政策に係る論点

(1) 金融政策運営の在り方

日本銀行は、経済・物価の情勢が日本銀行の見込みどおりに推移した場合は、引き続き、中立金利の水準まで政策金利を引き上げるとしている⁶⁹。他方で、中立金利については、大幅な不確実性があることから、真に中立金利近傍まで接近した場合、どの辺で利上げを止めるかという問題は大きな課題とされる⁷⁰。政策金利の引上げ局面での到達金利(ターミナルレート)⁷¹や利上げの時期⁷²については有識者等の間では様々な見方があり、政策金利の水準が高くなるにつれ追加的な利上げは困難度を増すとも指摘される⁷³。

日本銀行が政策金利の引上げを進めた場合、日本銀行の財務(損益とバランスシート)に悪影響があるとされる。具体的には、負債側(当座預金)から生じる支払利息が増加する一方で、

⁶⁵ 令和6年度予算を基にした試算によると、10年物国債の想定金利が上昇するケースでは、国債の利払費は令和6年度の9.7兆円(想定金利1.9%)から、令和9年度には15.3兆円(想定金利2.4%)と約1.6倍に増加するとされる(財務省「令和6年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」2024.2. <<https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/outlook/sy2024a.pdf>>)。

⁶⁶ 日本銀行はこれまでの国債買入れによる長期金利の押下げ効果は全体で1%程度と試算しているところ、今般の国債買入額の減額は保有国債の7~8%程度にとどまることから、金利上昇圧力はそれほど大きくないとしている(日本銀行「総裁定例記者会見(7月31日)」前掲注(20), p.7)。国債買入れの減額と長期金利の関係については、森田長太郎「マネー潮流 国債買入れ減額で長期金利上昇か」『週刊東洋経済』7187号, 2024.7.27, pp.26-27; 愛宕伸康「日銀が買わなくなる国債は誰が買うのか 2050年長期金利「6%台」?」『週刊ダイヤモンド』5021号, 2024.8.24, pp.16-17を参照。

⁶⁷ 国債の安定消化に向けた検討を行っている財務省の「国の債務管理に関する研究会」は、発行年限の短期化や販路の拡大等を提言している(国の債務管理に関する研究会「今後の国債の安定的な発行・消化に向けた取組について(議論の整理)」2024.6.21. 財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/study_gov_debt_management/d20240621_gironseiri.pdf>)。

⁶⁸ 井堀利宏「財政健全化、今度こそ進むか(上) 将来世代へのツケ、最低限に(経済教室)」『日本経済新聞』2024.8.9; 「金利が動く世界へ(4) 利払い費増、迫る健全財政 選択と集中、成長の礎に」『日本経済新聞』2024.8.8.

⁶⁹ 日本銀行 前掲注(11), p.6. 植田総裁は、令和6(2024)年8月23日に衆参両院の閉会中審査に出席し、金融市場は引き続き不安定な状況にあり(金融市場の混乱についてはⅢ1(1)を参照)、その動向を極めて高い緊張感を持って注視するとして上で、経済・物価の日本銀行のこれまでの見通しがおおむね実現していけば金融緩和の度合いを調整していく基本的な姿勢に変わりはないと述べた(「日銀総裁「市場を注視」 衆院閉会中審査で答弁 「まだ不安定」「極めて高い緊張感」」『日本経済新聞』2024.8.23, 夕刊)。

⁷⁰ 日本銀行「総裁定例記者会見(7月31日)」前掲注(20)

⁷¹ 我が国の名目の中立金利として市場関係者は1%を強く意識しているとされるが、日本銀行は最低でも1%までは利上げするとの市場の見方は適切ではないとの見解を示しているとされる(『日本経済新聞』前掲注(36))。

⁷² 「日銀、次の利上げ「来年以降」予想最多 QUICK 外為調査」『日本経済新聞』(電子版) 2024.8.13.

⁷³ 門間一夫「コラム: 2%が「分水嶺」に、金利の不確実性を増幅する物価目標の呪縛」『ロイター』2024.6.8. <<https://jp.reuters.com/opinion/forex-forum/GZ4M5KBBGBNRXJF74FY26IWQWI-2024-06-03/>>

資産側（国債）から生じる受取利息は急には変化しないため、期間損益が悪化（場合によっては赤字となる。）し、長きにわたり損失を出し続ける場合にはバランスシートが毀損する（場合によっては債務超過に陥る。）という問題⁷⁴である。中央銀行の財務状況が金融政策運営に影響を与えるか否かという問題をめぐっては、それを肯定する理論と否定する理論の双方があるとされる⁷⁵。日本銀行は、中央銀行は一時的に赤字又は債務超過となっても政策運営能力に支障が生じないものの、財務リスクが着目されて金融政策に関して無用の混乱が生じる場合、通貨の信認の低下につながるリスクがあるため、財務の健全性を確保することは重要との見解を示している⁷⁶。日本銀行の財務をめぐっては、利上げに伴い日本銀行に生じる損失に関して、政府と日本銀行の間で負担に係る取決めを定める必要があるとの意見がある⁷⁷。

利上げ以外には、ETF・J-REITの今後の取扱いも大きな課題とされる。これらは満期がないため、売却等の処分を行わない限り、日本銀行のバランスシートに残り続ける。ETFの取扱いをめぐっては、金融市場に悪影響を及ぼさない処分の在り方、日本銀行の財務に与える影響⁷⁸、企業統治に係る影響など、様々な論点がある⁷⁹。

（2）情報発信の在り方

令和6（2024）年7月の追加利上げについて、市場の予測に十分に織り込まれていなかったため、8月上旬の株安・円高の変動を増幅させたとの指摘がある⁸⁰。また、令和6（2024）年以降の金融政策に係る日本銀行の情報発信に関して、説明に一貫性がなく日本銀行に対する信認

⁷⁴ そのほか、保有国債の評価損による資本の減少も問題になり得るとの見方があるが、日本銀行の場合、保有国債について、満期保有を前提とした償却原価法を採用している。したがって、国債の時価下落によって評価損が生じた場合でも、売却しない限り、会計上は期間損益やバランスシートに影響は出ないとされる。

⁷⁵ 日本銀行企画局「中央銀行の財務と金融政策運営」2023.12. <https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2023/data/ron231212a.pdf>; 深澤映司「「中央銀行のバランスシート問題」と日本銀行の新総裁—植田和男氏による過去の発言と近年の実証研究を中心に—」『レファレンス』871号, 2023.7, pp.1-18. <<https://doi.org/10.11501/12933258>>

⁷⁶ 日本銀行企画局 同上 日本銀行は、通貨の信認は、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保されるものとしている。この点、我が国においては政府が膨大な債務を抱えていることが懸念されている。すなわち、インフレ率が上昇した場合において、日本銀行が我が国の財政状況を考慮して必要な利上げを行えない場合、インフレを制御できなくなり、通貨の信認を毀損して、経済に甚大な被害を与える可能性があるとする（田中隆之「金融政策正常化への道筋（上）国債保有残高の圧縮 着実に（経済教室）」『日本経済新聞』2024.5.14）。これを避けるためにも、金融政策と財政政策の切り分けを明確にした上で、日本銀行は適切な金融政策運営を実施し、政府は財政健全化を通じて市場の不安を解消することが望ましいとの見方がある（塩路悦朗「財政・金融政策の針路（上）日銀の「出口」に政府も備えよ（経済教室）」『日本経済新聞』2023.10.23; 加藤出「転換期の金融・財政政策（2）植田日銀は2%の物価安定目標に固執せず、柔軟な政策運営を」『金融財政事情』3551号, 2024.7.23, pp.40-42; 山口廣秀「問われる金融・財政政策（11）日銀は物価の番人としての矜持を持って政策運営に臨め」『金融財政事情』3531号, 2024.2.27, pp.28-31等）。

⁷⁷ 塩路 同上; 河村小百合「日銀の財務を問う（下）逆ざや局面の対応 議論急げ（経済教室）」『日本経済新聞』2022.8.25。

⁷⁸ 買い入れたETFから受け取っている運用益（令和5（2023）年度は1兆1044億円の分配益を受領）とその含み損益（時価と簿価の差額。令和6（2024）年3月末時点では37兆3120億円の評価益）が論点となる（山本謙三「ETF依存を高める日銀財務の「健全性」」2024.3.1. 金融経済イニシアティブウェブサイト <https://www.kyinitiative.jp/column_opinion/2024/03/01/post2526/>）。

⁷⁹ 詳細は、青木ふみ「日本銀行が保有するETFの出口戦略」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1289, 2024.8.27. <<https://doi.org/10.11501/13735247>> を参照。

⁸⁰ 「考論 第一生命経済研究所首席エコノミスト・熊野英生氏／りそなアセットマネジメント・チーフ・エコノミスト・黒瀬浩一氏」『朝日新聞』2024.8.6; 伊藤純夫・野原良明「日銀の政策正常化に早くも試練、市場急変動で追加利上げ観測が後退」『Bloomberg』2024.8.6. <<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2024-08-06/SHQI0YT0AFB400>>（愛宕伸康楽天証券経済研究所チーフエコノミストのコメント）

を損ねるものになりかねないとの批判がある⁸¹。日本銀行に対して、金融市場や国民に信頼される一貫した説明や⁸²、市場が納得できるような情報発信が必要との意見がある⁸³。

(3) 非伝統的金融政策の総括

1990年代後半以降、我が国ではマイルドなデフレに陥り、自然利子率が趨勢的に低下する中、短期金利を操作する伝統的な金融政策運営は、ゼロ金利制約という困難に直面した。日本銀行は、ゼロ金利制約を乗り越えるため、非伝統的金融政策と総称される新しい政策を、世界に先駆け、開発・実践してきた。こうした挑戦にもかかわらず、我が国は、最近までゼロ・インフレ（低インフレ）から長きにわたり脱却することはできなかった⁸⁴。

こうした事態を分析し、将来の政策運営にとって有益な知見を得るため、日本銀行は、令和5（2023）年4月から過去25年間の金融政策の効果と副作用を振り返る多角的レビューを行っている⁸⁵。レビューでは、様々な知見を取り入れ客観性や透明性を高める観点から、日本銀行内による分析だけでなく、家計や企業に対するサーベイ、国内外の有識者によるワークショップ⁸⁶等も実施されている。レビューの結果は、令和6（2024）年秋には公表される見通しである⁸⁷。

おわりに

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、金融政策の正常化を進めている。令和6（2024）年7月の追加利上げをめぐっては、決定はおおむね妥当であったと評価する声がある⁸⁸一方で、個人消費に弱さが見られる中で利上げは時期尚早であった⁸⁹、物価上昇率が目標とする2%に落ち着くという見通しであれば、利上げは不要であった⁹⁰等の批判もある。

我が国経済は、17年ぶりに金利のある世界に本格的に回帰しつつあり、その影響は企業や家計、我が国の財政、日本銀行の財務状況など多方面に及ぶ。政策金利の引上げが我が国の経済や財政にどのような影響をもたらすのか、また、長年の非伝統的金融政策から、政策金利の操作を中心とする伝統的金融政策に回帰した我が国の金融政策が、更なる利上げを含め、どのような方向に進むのか、今後の動向が注目される。

⁸¹ 木内登英「副総裁講演テキストで一転して円安・株高も効果は一時的か：安定性を欠く日本銀行の情報発信に課題」2024.8.7. 野村総合研究所ウェブサイト <https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2024/fis/kiuchi/0807_3>

⁸² 同上

⁸³ 早川英男「経済を見る眼 植田日銀が利上げ戦略を修正した背景」『週刊東洋経済』7192号, 2024.8.31, p.9.

⁸⁴ 植田和男「日本銀行金融研究所主催 2024 年国際コンファランスにおける開会挨拶の邦訳」2024.5.27, p.2. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2024/data/ko240527a1.pdf>

⁸⁵ 「金融政策の多角的レビュー」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/bpreview/index.htm>>

⁸⁶ 日本銀行「「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「非伝統的金融政策の効果と副作用」の様式」2024.1. <https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2024/data/ron240129a.pdf>; 同「「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ 第2回「過去25年間の経済・物価情勢と金融政策」の様式」2024.6. <https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2024/data/ron240627a.pdf>

⁸⁷ 「日銀「インフレ、開発投資促進」政策レビューで指摘」『日本経済新聞』2024.5.22.

⁸⁸ 早川 前掲注(83); 戸村肇「金融正常化の評価と課題（中）海外の利下げ・景気減速 懸念（経済教室）」『日本経済新聞』2024.8.21.

⁸⁹ 足立正道「クローズアップ：賃上げ堅調、利上げ容易に 歴史的円安も後押し」『毎日新聞』2024.8.1.

⁹⁰ 渡辺努「日銀の追加利上げは「全く理解できない」物価研究の第一人者が警鐘「初歩的な経済学から逸脱」」『DIAMOND Online』2024.8.16. <<https://diamond.jp/articles/-/348830>>