



三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部長  
中塚 伸幸

## 日銀は 2%物価目標の柔軟化を

### ◆円安対応は金融政策の主目的ではない

日本の政策金利が今後どこまで上がるかが注目される。ただ、「あるべき姿」と「現実的な対応」は少し異なりそうだ。足もと、円安が続くなかで日銀の緩和的な政策を疑問視する見方も出ているが、円安是正は金融政策の主目的ではない。政策の主眼はあくまで物価の安定であり、為替の点では利上げが望ましくても、すんなりそうはいかない。現時点では円安は基調的な物価上昇率に大きな影響を与えていない、との植田総裁の認識は客観的には正しいといえよう。

### ◆望ましい金利水準は今より高めか

望ましい政策金利の水準については、中立金利という考え方がある。これはまず、景気を刺激も抑制もしない中立的な実質の均衡金利である「自然利子率」というものがあって、それに目標インフレ率である 2%を上乗せしたものが名目の中立金利となり、この水準を目指すべきだという考え方である。たとえば自然利子率が 0%なら中立金利は物価目標に等しい 2%であり、将来的に政策金利はこの水準が望ましいとなる。

ただ問題は、自然利子率は推計値でしかなく、かなりの幅があるということだ。日本の自然利子率の各種推計値は、0%をはさんで上下にそれぞれ 1%近い幅がある。しかし、仮に自然利子率がマイナス 1%であったとしても、2%の物価目標を上乗せすると名目の中立金利はプラス 1%となり、0~0.1%という現状の政策金利はこれを下回る。自然利子率は潜在成長率の水準に近いとの見方もあり、そうであれば自然利子率は 0%台の半ば、そして名目の中立金利は 2%超となる。

いずれにせよ中立金利の考え方に立てば、政策金利は少なくとも 1%程度まで引き上げることが望ましいといえる。生産性の低いゾンビ企業の温存や運用収益の低迷といった副作用が改善されるという点からも、利上げの妥当性はあろう。

**◆物価目標に幅を持たせるべきでは**

とはいえ、現実的な対応としては、利上げのハードルは相応に高い。まず、日銀は2%の物価目標が実現する確度は高まったと見込んでいるが、2025年以降になると物価上昇率は1%台に低下する可能性が高い。電力料金支援の打ち切りに伴う一時的な上昇はあるものの、基調的な物価上昇圧力が高まっているとは言い切れない。直近の民間予測の平均値では、25年度後半の上昇率は前年比1.6%台である。また、先週発表された1-3月期の実質GDPは年率2%のマイナス成長で、実質個人消費は4四半期連続で減少するなど景気回復力も弱い。需給ギャップのマイナス幅はさらに拡大した見込みで、この点でも利上げへの抵抗感が残る。

こうした事情を踏まえれば、年内に0.25%への利上げが一度行われる程度ではないか。もっとも、2%の物価上昇が持続することは難しいにせよ、1%以上の上昇率が続く可能性は相応にある。2%の持続という目標は、わが国の事情に即せば厳しすぎるのではないか。物価上昇率の目標を、たとえば1~2%というように幅を持たせれば、金融政策の変更もより柔軟に行えるようになり、中立金利との整合性も高まる。金融政策の「現実的な対応」を「あるべき姿」に近づけることができるのではないだろうか。

～ 調査部発表の経済レポートはこちら ～  
<https://www.murc.jp/library/economyresearch/>

本情報の無断複写複製（コピー）は、特定の場合（許可をとった公知の事実）を除き著作権者・当社の権利侵害になります。本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。意見・予測等は資料作成時点での判断で、今後予告なしに変更されることがあります。【三菱UFJリサーチ&コンサルティング】