

日銀はスタグフレーション・リスクにどう対応するのか

日銀植田総裁の慎重な挨拶文の影響もあり、市場が織り込む4月の利上げ確率は大きく低下。しかしながら、金融政策の現在地は、物価目標が達成直前であり、現在の政策金利は中立金利を大きく下回っているだけでなく、最近の中立金利の上昇だけでも、次回の利上げを正当化できる。しかも、実体経済は需給ギャップが需要超過状態にあり、むしろインフレを懸念すべき状況であり、企業の金融環境も十分に緩和的。利上げ見送りは円安加速の恐れもあり、利上げにより早期にスタグフレーションの芽を摘んでおく方が今後の景気にプラス。

4月利上げ観測は大きく後退

4月13日の信託大会で氷見野日銀副総裁が代読した植田総裁の挨拶文に「中東情勢がなお不透明な状況にあることを踏まえ、その帰趨や経済・物価・金融情勢に及ぼす影響を注視する」とあったことも影響し、金融市場では次回4月27～28日の金融政策決定会合で利上げが見送られるのではないかと、との見方が強まっている。スワップ市場が織り込む4月利上げ確率は（右図）、前回の決定会合（3/18-19）以降、緩やかに上昇、3月下旬から4月初めにかけて7割前後で推移していたが、4月13日には3割台まで低下した。

確かに、米国とイランの協議に目立った進展なく、原油価格の高騰や原油関連製品の供給途絶などにより、景気の下振れ懸念が強まっていることは事実である。しかし一方で、景気は停滞しても物価の上昇が続くスタグフレーションのリスクも懸念されるため、金融政策は判断の難しい局面を迎えている。

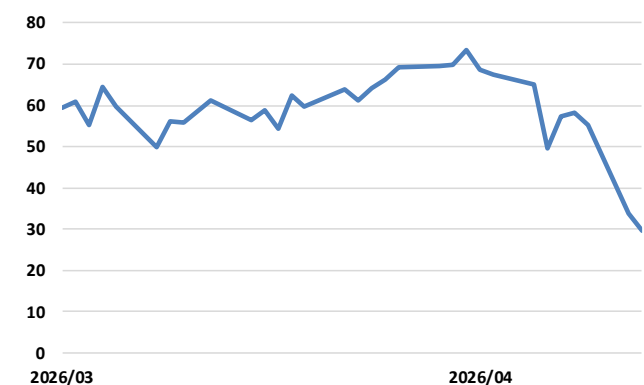
物価目標は達成の一手手前

突き詰めれば、中東情勢という不確実性はあるものの、現時点で利上げをすることの是非をどう判断するか、ということであり、まずは金融政策の現在地を確認しておく必要がある。

2%の物価目標については、その指標とされる「基調的物価上昇率」が既に2%に迫っているため、達成の一手手前まで来ていると考えて良いだろう。日銀は、その参考指標として「消費者物価のコア指標」を幾つか公表しており（右図）、そのうち、先月新たに公表された、「食料・エネルギー、特殊要因を除く

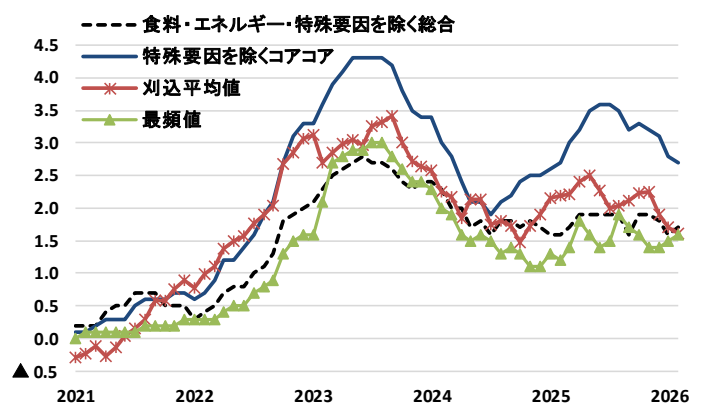
総合」は1%台後半で推移、従来からある「最頻値」は1%台後半へ上昇、「刈り込み平均値」は2%超か

市場が織り込む4月利上げ確率(%)



(出所) Bloomberg

消費者物価のコア指標(前年同月比、%)



(出所) 日本銀行

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任を負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

ら最近1%台に鈍化している。従前から日銀が物価の基調を示すものとしてたコアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）から特殊要因を除いた指標に至っては、2%を大きく上回って推移しており、総じて目標とする2%の一手手前と言える状況にある。

つまり、政策金利を現在の0.75%から、より中立金利に近づけておかないと、金融緩和が行き過ぎてインフレが加速するリスクが高まる、というのが金融政策の現在地である。

中立金利は1%台後半の可能性も

では、その中立金利の水準はどれくらいなのか。理論的には、中立金利は自然利子率、つまり実質の中立金利と、期待インフレ率の合計とされる。日銀は3月27日、自然利子率の再推計結果を公表したが¹、それによると▲0.9%程度から+0.5%程度であった。

期待インフレ率は、物価連動国債の利回りから試算されるもので2%まで上昇（右図）、日銀短観「企業の物価見通し」では、3月調査で「1年後」が2.6%、「3年後」、「5年後」も2.5%まで上昇している。そもそも物価上昇率の目標が2%であることも併せて考えると、期待インフレ率は2%程度に達していると考えて良いだろう。

そうであれば、両者を合計した中立金利は1.1%程度から2.5%程度となる。推計誤差も考慮すると、中立金利は1%台のどこか、それも後半であってもおかしくない、ということになる。少なくとも、現状の政策金利0.75%よりは0.25%ポイント以上高く、もしかすると1%ポイント程度高い可能性もある、ということになる。利上げの余地は十分にある。

中立金利は前回利上げ時から上昇

さらに言えば、中立金利はこのところ上昇しており、その点においても利上げの余地がある。中立金利の変化についても自然利子率と期待インフレ率に分けて見ると、期待インフレ率は、短観の「企業の物価見通し」が前回の12月調査に比べ「1年後」で0.2%ポイント、「3年後」と「5年後」は0.1%ポイント上昇している（右図）。物価連動国債が織り込む期待インフレ率も、12月の利上げ前は1.8%前後だったが、先述の通り足元では2%まで、0.2%ポイント程度上昇している。

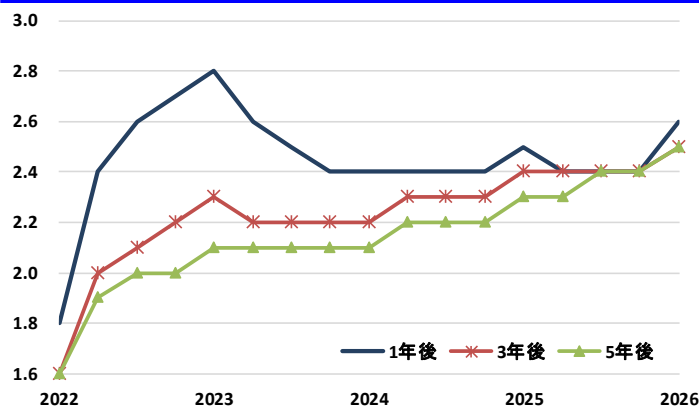
自然利子率も、先ほど見た下限の▲0.9%が前回の推計より0.1%ポイント上方修正されてるため、中立金利は両方合わせて0.2~0.3%程度上昇している可能性がある。そのため、中立金利の上昇分だけでも、

物価連動国債(10年)から試算される期待インフレ率(%)



(出所) Bloombergのデータから伊藤忠総研が試算

企業の物価見通し(前年比、%)



(出所) 日本銀行

¹ 日本銀行「自然利子率の動向と金融緩和度合いの評価」 https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2026/rev26i05.htm

次の利上げを概ね正当化できる、という見方ができる。

1回の利上げでは緩和状態は変わらず

そもそも、仮に政策金利を0.25%引き上げて1%にしたとしても、依然として中立金利を下回っており、金融緩和の状態が続く。つまり、景気にブレーキを掛けるほどのものではない。

日銀短観の「資金繰り判断DI」や「金融機関の貸出態度判断DI」から確認される企業の金融環境も（右図）、3月調査でもまだ十分に緩和的であり、企業の実感としても、現在の金融環境は緩和的で、多少の緩和縮小は許容範囲であることが示されている。

むしろ、実体経済の面から見れば、需給ギャップが需要超過の状態にあるため、インフレ加速の方を懸念すべき状況にある。内閣府が試算する需給ギャップは（右図）、2025年1~3月期以降、ゼロ以上で推移、日銀がSNA改定を踏まえて3月末にアップデートした需給ギャップに至っては、2022年以降、プラス圏で推移しており、需要が供給力を上回る状況が続いている。供給力を増やすには時間がかかるため、当面は需要の拡大ペースをある程度抑えないと、物価上昇圧力が高まる状況にあると言える。

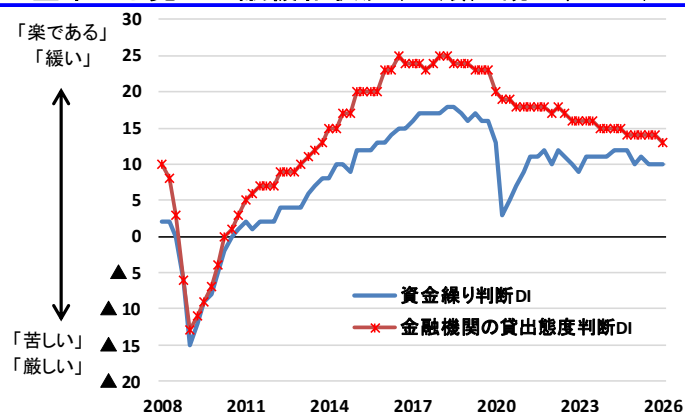
利上げ見送りのリスクは小さくない

今回の金融政策決定会合では、中東情勢を見極めるため利上げを見送るという判断もあるだろうが、その場合、比較的大きな金融緩和状態が続くため、インフレ期待が一段と強まるだけでなく、円安が加速するリスクもあり、景気が減速しても物価が下がらない、スタグフレーションに陥る可能性が高まろう。そうになると、多少の利上げでは悪化を食い止めることができず、2022年の欧米がそうであったように、景気後退覚悟の大幅な利上げを迫られる恐れがある。

一方で、利上げに踏み切れれば、期待インフレを抑制、需要の抑制を通じて実際のインフレを抑える効果も期待されるうえ、その先に景気が悪化したとしても、より大きな利下げ余地が確保されているため、速やかに利下げに踏み切ることができる。さらに、利上げにより円安圧力が緩和されれば、懸案の原油価格高騰による「交易条件の悪化」がもたらす景気下押し圧力も抑えられよう。

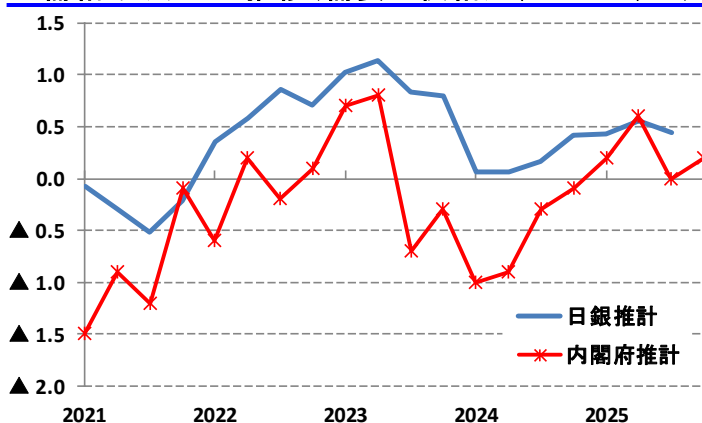
期待インフレや需給ギャップの状況を見る限り、金融政策の判断を留保している間に物価上昇が加速するリスクは小さくない。利上げにより早期にスタグフレーションの芽を摘んでおく方が、今後の景気にプラスではないだろうか。

企業から見た金融緩和状況(日銀短観DI、%Pt)



(出所)日本銀行

需給ギャップの推移(需要-供給力、GDP比、%)



(出所)内閣府、日本銀行