■論 文――■

日本の金融政策の現状と課題

野村證券 エグゼクティブ金利ストラテジスト
岩下　真理

1．植田総裁就任後を振り返る

植田和男氏が、初の学者出身者として第32代日銀総裁に就任したのが2023年４月９日。総裁任期は５年間であり、2025年10月９日で任期半分を終了、あっという間に折り返し地点を過ぎて後半の時間帯に移行した。ここでは、植田総裁の任期前半を簡単に振り返り、これまでの施策、そこに至るプロセス、情報発信などを評価し、今後の課題を考えてみたいと思う。

〈目　次〉

1．植田総裁就任後を振り返る
2．日銀の物価分析の変遷
3．品目別分布の「山」は動いた
4．日銀のキラーチャート、GDPデフレーター
5．当面の点検ポイント
6．植田総裁の任期後半の課題
7．日銀の目指すターミナルレート
8．為替は日銀の政策反応関数に

就任当初の植田氏は、黒田緩和の負の遺産を全面的に背負った状態で、就任直後には「拙速な引き締めは好ましくない」と発言をし、かなりスロースタートな印象を受けた。当時の植田総裁は、先行きの米国経済の失速を懸念していたと思われるが、結局、それは杞憂に終わった。それでも、５年間の任期の半ばで政策金利を0.5％まで上げられるとは筆者は想定していなかった。最も評価できるのは、2024年３月19日に、金融市場を大きく混乱させることなく、マイナス金利を解除し、イールドカーブ・コントロール（YCC）を撤廃したことだ。ただし、日本の物価上昇が継続したのは、グローバルな複合インフレ（①コロナ禍、②気候変動対応、③ウクライナ戦争等）によるもので、日本の内なる力で

はなく外部要因だ。輸入物価の上昇（物価の黒船来航）により、日本の企業が価格転嫁を進め、物価高に対応して賃上げの動きが広がった点は、幸運だったと言える。

次に評価できるのは、2025年９月19日に上場投資信託（ETF）の売却を決めたことだ。株価が高値で推移し、市場への影響が少ないタイミングで、残された案件の出口方針、道筋を示した。思っていたより早い判断で、次世代にやり方変更の検討余地は残してあることから、最初の一歩を踏み出す、考え方を後世に残すという意向は汲み取れた。

その一方で、主要国の中で際立って実質金利が低い状態を放置し、円安修正が進まないまま、輸入品を中心に大幅な物価高を招いているとの批判は根強くある。日銀の足取りが遅過ぎるとの意見もあるが、金融政策は効果が出るのに半年程度はかかるというのが定説であり、長らく低金利に慣れてしまった市場や企業の動きを考えても、現在の利上げペースは適切と筆者はみている。しかしながら、足元で政府の物価高対策において、「物価の番人」という中央銀行の役割へのコミットが弱く見える面がある。物価を注視し、利上げを適切に判断すると常にアピールした方が良いだろう。

他方、2024年７月31日の利上げ決定時には、６月会合以降の政策委員会のメンバーの発言機会がなく、事前の報道も政策変更なしがあったことから、市場にとってサプライズな結果となり、混乱を招いた。当時の反省が教訓となって、市場とのコミュニケーションはこの１年で、とても丁寧な方向に変化した。会合の主な意見やボードメンバーの講演などで、日銀による最新のヒアリング情報を提供する部分が加わるようになった。また毎月必ず、政策委員会のメンバーが講演し、日銀からの情報の発信量が明らかに増えた。2025年１月の利上げはお手本のようなやり方で、直前の氷見野副総裁の講演で、利上げのお知らせとなる発言があり、誰しもが利上げ決定を待つ状況で、会合当日を迎えることができた。緩和はサプライズでも効果はあるが、引き締め策である利上げでは、ポジションによっては、当日に大きな損失を被りかねない。市場の混乱を招かないように政策委員会の意向を滲ませることは、金融当局にとって必要な努力であろう。

最後に、就任から１年余りの間は、為替動向に振り回されたり、総裁の定例会見発言で為替が動いてしまったりと、為替に苦労する植田総裁の印象が強かった。2024年夏にドル円が円安のピークをつけたこともあるが、最近は総裁自身が会見慣れしてきたこともあり、言質を取られない優等生の回答をこなすようになった感がある。とは言え、高市新政権のもと、積極的な財政政策を実際に手掛ければ、為替は円安になる可能性が高まり、日銀にとって悩ましい時間帯は続くことになりそうだ。

（図表１）植田総裁の就任後の主な出来事

2023年４月９日	植田総裁が就任
2023年７月28日	イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用の柔軟化：長期金利の上限を1.0％に
2023年10月31日	YCCの運用のさらなる柔軟化：長期金利のさらなる上昇を容認
2024年３月19日	金融政策の枠組みの見直し＝異次元緩和の終了。マイナス金利解除、YCCの枠組み撤廃等
2024年４月26日	植田総裁の会見発言が円安容認と受け止められ、円安進行
	４月26日から５月29日の間に、円買い介入が約９兆円
2024年７月３日	ドル円が一時161.94円、38年ぶりの円安水準　７月11日、12日の合計で、円買い介入が約5.5兆円
2024年７月31日	追加利上げ（政策金利0.25％に）と国債買入れ減額計画を決定
2024年８月５日	日経平均株価が急落し、過去最高の下げ幅（4,421円）
2024年10月１日	石破内閣の発足
2024年10月２日	石破首相と植田総裁が意見交換
2024年10月27日	衆院選、与党が過半数割れ
2024年12月19日	過去の金融政策の検証「多角的レビュー」を公表
2024年12月27日	令和７年度予算の閣議決定：通常より１週間程度遅れる
2025年１月20日	トランプ米大統領が就任
2025年１月24日	追加利上げ（政策金利0.50％に）を決定
2025年４月２日	米政権が、相互関税の国別詳細を発表
	リスクオフ相場で株安、日経平均株価は一時31,000円割れ。日本発の超長期金利の上昇
2025年６月17日	国債買入れ減額計画の中間評価：26年４月以降の１年は、減額ペースのダウンを決定
2025年６月23日	財務省が25年度の国債発行計画を見直し：超長期債を減額する一方で、短国、２年債を増額へ
2025年７月20日	参院選、与党が過半数割れ
2025年７月23日	日米が関税交渉で合意。自動車関税と相互関税は15％に
2025年８月13日	ベッセント米財務長官がBloombergインタビューで「日銀はビハインド・ザ・カーブ」発言
2025年９月３日	石破首相と植田総裁が意見交換
2025年９月７日	石破首相が退陣を表明
2025年９月16日	日経平均株価が史上初の45,000円台に
2025年９月19日	上場投資信託（ETF）等の売却開始を決定

（出所）各種情報より、筆者が作成

■２．日銀の物価分析の変遷

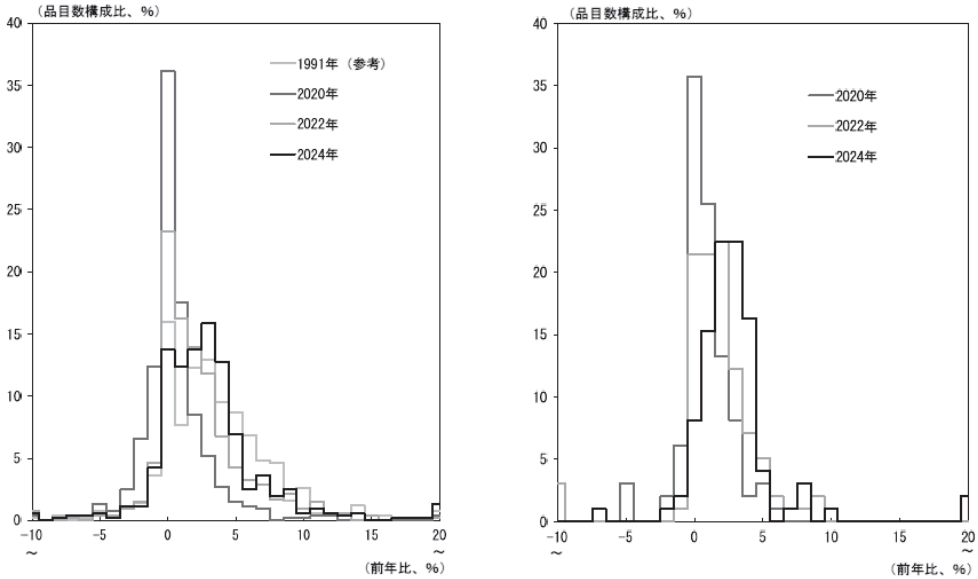
筆者が植田総裁らしさを最初に感じたのは、就任から３ヵ月余り経った日銀７月展望レポートの発表内容だった。2023年度の物価（全国コアCPIの前年比）見通しを４月から大幅に上方修正し（４月時点＋1.8％から＋2.5％へ）、見通し記述文には「既往の輸入物価を起点とする価格転嫁が想定を上回って進んでいる」と新たに書き込んだ。これだけの大幅な上方修正について、植田総裁は会見で「インフレの不確実性を過小評価していた」とそれまでの予測の甘さを素直に認めて、好感が持てる説明だった。この判断に至るまでに、日銀内では理論武装（注１）を進め、物価予測の精度を上げるための環境を整えていたことがわかる。

■３．品目別分布の「山」は動いた

同じ2023年７月展望レポートのBOX分析では、物価上昇の特徴を米欧と比較するに際して、消費者物価を構成する各品目の前年比の分布を確認するグラフを掲載した。当時の

（図表２）　日本の消費者物価の品目別変動分布（2020年以降）

総合（除く生鮮・エネルギー）　　一般サービス（除く家賃）



（出所）日本銀行（野口委員講演資料25年９月29日）より、野村證券が転載

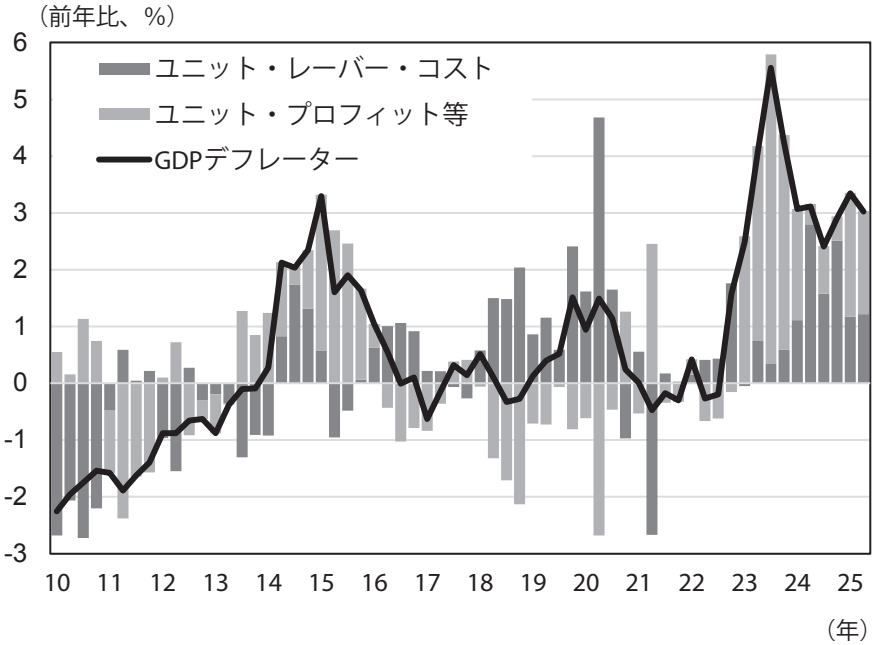
日本では、ゼロ％近傍の「山」が、従来に比べてかなり低くなったものの、引き続き存在していた。

その背景として、「コストに占める輸入比率が低い品目」、「コストに占める人件費比率が高い品目」の上昇が緩やかとなっていると指摘された。この分析をきっかけに、その当時から、日銀内では、この品目別分布の「山」が右方へシフトし、２％になれば、物価目標２％の安定的、持続的な達成となるとの声が多く聞かれるようなった。おそらく当時は、ゼロノルムが強く意識されていたこともあり、「山」がそう簡単には動かないとみていたと思われる。そこから２年の歳月が経過し、「山」は明らかに右に動いた。動きが鈍かった一般サービスでさえ、２％超えとなっている（図表２）。

４．日銀のキラーチャート、GDPデフレーター

その一方で、2023年７月の展望レポートでは、米欧と比較する形で、GDPデフレーターの寄与度分解し、その推移について分析を示していた。米国では、賃金の大幅上昇からユニット・レーバー・コスト（労働コスト、以下UL）が急拡大、欧州ではユニット・プロフィット（以下UP、企業収益）が大きめ

（図表３）GDPデフレーターの推移



（注）ユニット・レーバー・コストは、名目雇用者報酬／実質GDPで算出される。
（出所）内閣府より、野村證券作成

に拡大しており、企業が収益マージンを拡大する動きが、物価を押し上げていると指摘。残念ながら、当時の日本ではいずれの拡大も確認できず、物価上昇の圧力になっていないという。その後、賃金と物価の関係を確認する上で、日銀にとってのキラーチャートは、このGDPデフレーターの寄与度分解となった。2024年10月の展望レポートBOX分析では、「（BOX3）最近のわが国における賃金と物価の関係について」において最初に登場するチャートとなり、2023年は価格転嫁が進展したことでUP等を中心に高い伸びとなり、2024年入り後はULを起点とした物価上昇に移行していると解説された。

2025年１月の展望レポートBOX分析でも再登場し、2025年４月以降は、展望レポートの基本的見解の物価の現状の部分で、図表39として定例化して添付されるグラフとなった。足元の動きを見ると、UPとULが共にプラスの寄与になっている。トランプ関税の影響が経済下押しとなっても、企業には、賃上げを継続する余力があると言えるだろう。

■５．当面の点検ポイント

2025年10月３日の植田総裁講演では、当面

の点検ポイントとして、①米国を始めとする世界経済の動向、②関税政策が国内企業の収益や賃金・価格設定行動に与える影響、③食料品価格を含めた物価動向の３つを挙げた。①は、トランプ関税による米国経済の影響を見極めたいとの考え方だ。国内では４～６月期の駆け込み需要の強さから、７～９月期には輸出等で反動減の姿が既に見えている。それと共に、米国経済の下振れリスクについて、クリスマス商戦を関連データで早めに確認するなら、12月までにデータは揃うだろう。①の部分への拘りを鑑みるに、日銀執行部は12月会合を本命視していたように思われる。新政権の誕生により、このタイミングが更に後ずれせざるを得ないのか、状況を見守っていくしかない。

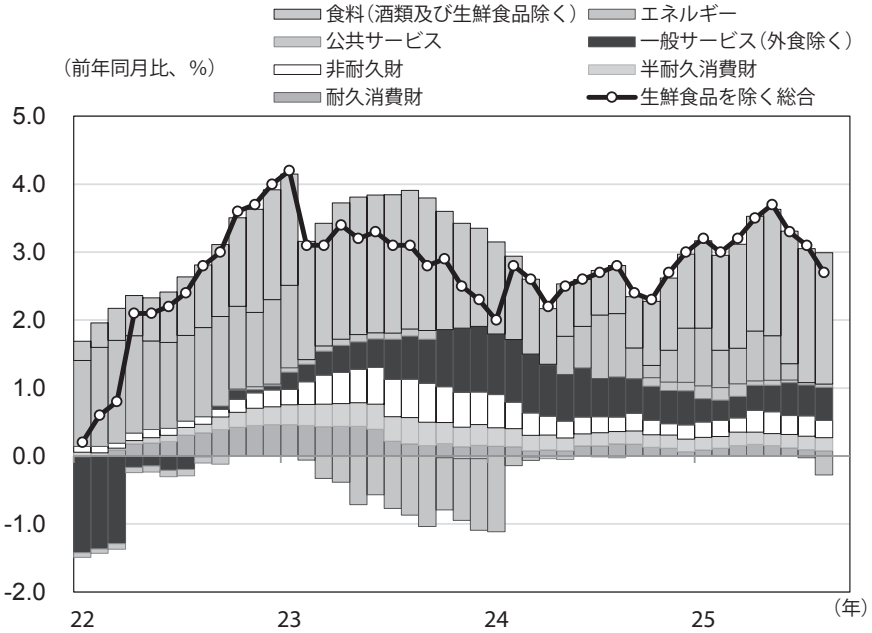
②は、10月１日発表の日銀短観・９月調査で、確認できた部分はあった。日米関税交渉の妥結後で、前回よりも製造業の業況判断DIは上がった一方、先行きが悪化するのは想定内の動き。設備投資は例年通りに上方修正され、大きな影響はそこまで出ていないことが確認できた。しかしながら、足元で輸出は対米中心に落ち込み始めており、非製造業で一部消費関連業種などの業況は弱い部分もあり、駆け込み需要の反動減がどの程度になるかはまだ不安が残る。以上より、９月短観は、日銀が金融正常化路線を続けることについてはサポート材料であっても、10月会合での利上げ実施という判断を行うための材料としては足りないところがあった。そうした不足を補うためにも12月短観は見たいように思われる。12月短観で設備投資計画の下方修正度合いなどを確認する必要があろう。賃金面では、来年の春闘に向けての動きはこれからだが、今年のベア３％台後半からは鈍化するのは、やむなしだろう。３％台を維持できるかがポイントだ。③では食料品価格の上昇によって消費者の節約志向が顕在化しており、消費の弱さは懸念材料となる。

■６．植田総裁の任期後半の課題

植田日銀はこれまで、デフレ経済に逆戻りするリスクに目配りしつつ、金融政策の正常化を慎重に進めてきた。しかしながら、マイナス金利解除後、２度の追加利上げを実施しても、全国９月の消費者物価指数（生鮮食品を除く＝コアCPI）は、前年同月比＋2.9％で、３年以上もの間、２％超が続いている。日々の生活の中で、食料品主体のインフレを体感する人々に、「基調的な物価上昇率が２％目標にまだ届いていない」という説明は、理解を得られにくい。

コロナ禍以降、供給ショックを起因とするインフレ圧力への対応は、主要中銀共通の大きな課題となった。初期の段階で、供給ショックと需要ショックを識別することは困難であり、物価への圧力が一時的なものか持続的になり得るのかを見極めて、持続的であれば対応することが新しい潮流だ。特に、日本で

（図表４）日本の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の寄与度分解

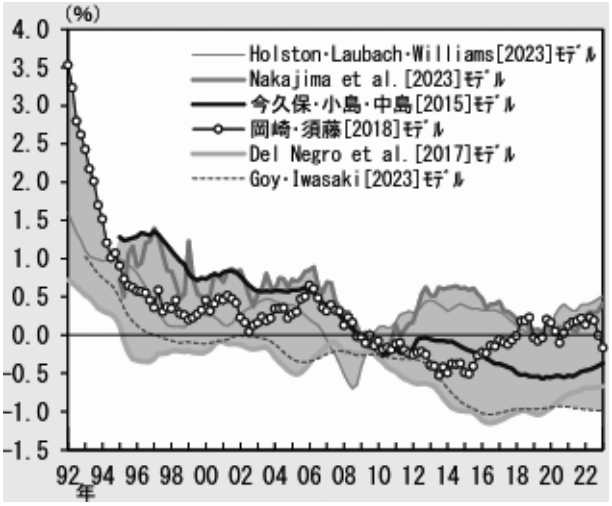


（出所）総務省より、野村證券作成

は生産年齢人口の減少（人手不足）という供給ショックは、一時的なものではない。その点、2025年１月の展望レポートの分析では、従来の「需給ギャップ」から「労働需給」を重視するスタンスを示していた。インフレ圧力を意識した政策運営を進めるべきだ。

他方、植田総裁は2024年５月27日開催の国際コンファレンスで、「基調的な物価上昇率が以前よりも２％に近いことを踏まえると、食料品価格の上昇が基調的な物価上昇率に与える影響に注意する必要がある」と見方を修正した。その後、７月展望レポートでは、物価のリスク要因の説明部分に、「食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化した場合には、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要」という文章を新たに盛り込んだ。現時点ではリスクの段階だが、日本のコメは遅れてきたサプライショックであること（他品目でも同様のことが起きうる）、世界的な異常気象による農作物の被害もある。加えて、足元の食料品の値上げの理由には、人件費と物流費の上昇が大きな寄与となっており、構造変化を伴う物価上昇となっている。これに円安定着が重なると、リスクが顕在化する可能性は十分にあると、筆者はみている。リスクが顕在化すれば、それは

（図表５）日本の自然利子率



（出所）日本銀行、財務省、厚生労働省、総務省、内閣府、bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

（注）各モデルをベースに推計した試算値。シャドーは推計された自然利子率の最小値から最大値のバンド。

コロナ禍や戦争を通じた世界経済の構造変化、複合インフレの粘着性とも言えるだろう。

７．日銀の目指すターミナルレート

展望レポートの物価見通しでは、足元の数字修正ではなく、見通し期間の終盤の予測値で、２％の物価安定の目標を持続的・安定的に達成するスケジュール感に変化がないことを、強調する努力が必要である。わかりにくい「基調的な物価上昇率」の概念は、インフレ期待が２％にアンカーされるまでのツールと思われる。

日銀はこれまで、自然利子率は相当の幅を持って見るべきとしながらも、そのレンジは▲1.0％～＋0.5％にあると説明してきた（図表５）。２％の物価安定目標が達成できる時は、インフレ期待は２％にアンカーされる。自然利子率＋インフレ期待＝中立金利という恒等式から、導き出される日本の中立金利は、＋1.0％～＋2.5％となる。日本の実質金利はきわめて低いことから、最低でも＋1.0％の中立金利を模索しているだろう。この点を繰り返し説明し、それを十分に想定した円金利のイールドカーブが描かれることで、市場が安定することが望ましい姿だ。ベッセン

（図表６）日経平均株価とドル円の推移

（出所）Bloombergより、野村證券作成

ト米財務長官が、2025年８月13日のブルームバーグ・インタビューで、「日銀は（物価高に）ビハインド・ザ・カーブ」と発言したのは、日本発の超長期金利の急上昇で、米長期金利が不安定な動きになることを、懸念しているからだろう。

10月28日に米財務省が公表した日米財務相会談（27日夜）の概要では、ベッセント財務長官が日本について「健全な金融政策の策定とコミュニケーションが重要な役割を担う」「アベノミクスの導入から12年が経過し、状況は大きく変化している」と指摘したことが明記された。 29日にはベッセント財務長官が自ら、「政府が日銀に政策運営の裁量を認める意思が、インフレ期待を安定させ、為替相場の過度な変動を防ぐ上で鍵となる」とSNSに投稿した。 ベッセント財務長官の意図する所は、目先の利上げを促すだけではなく、日銀の正常化プロセス（ターミナルレートの目途）、円の短期金利のパス（利上げペースとその期間）を描けるような説明、市場とのコミュニケーションを望んでいると思われる。日銀の考える正常化の軌道を市場と共有することで、インフレ期待の安定、為替の過度な変動を回避できるとみているのだろう。筆者も、物価対策には日銀の役割へのコミットを強めるべきだと考える。まずは、目に見える形で、高市首相と植田総裁が意見交換をする機会を設定することが重要だろう。

8．為替は日銀の政策反応関数に

植田総裁が2023年４月の就任当時、ドル円は132円台で推移していたが、その年の７月会合前には一時145円台、10月会合前には一時151円台と円安が進行した。その度に、日銀はYCCの柔軟化を進める決定を繰り返した。その後、2024年７月会合前には、一時160円台をつけると、財務省が為替介入（円買い・ドル売り）を実施、円安対応のボールは日銀に投げられた。その状況を踏まえて、日銀は追加利上げを決定。過去の動きを振り返れば、為替は日銀の政策反応関数に含まれることは明らかだ。

2025年10月４日の自民党総裁選で高市氏の勝利を受けて、市場は高市トレード一色となり、ドル円は日銀10月会合後に一時154円台まで円安が進行した。高市氏が考える経済政策は、責任ある積極財政、金融緩和維持による高圧経済アプローチだ。４日の就任会見では「財政政策、金融政策も責任を持たなきゃいけないのは政府」「日銀は金融政策についてベストな手段を考えてもらう場所」と語り、日銀の利上げへの牽制をしつつ、日銀に密な対話を求めていることが読み取れた。しかしながら、円安進行は物価高を助長してしまう。そして物価の番人である日銀が、その抑制の役割を果たす必要があるだろう。１年前とは異なり、高市氏は利上げに対して、明確に否定はしていない。高市氏と日銀の意見調整には、それなりに時間が必要と思われるが、政策運営の妥協点を探ることが求められよう。

短期的には、物価上振れと円安リスクに対応する必要があり、現在の0.5％という政策金利は、インフレ対応という意味では低過ぎる。その一方で、目先はトランプ関税の影響（15％の関税で下押す）が、更なる経済下振れには至らないと判断できれば、中長期的に訪れる世界経済の下振れに備えて、金利引き下げ余地（のりしろ）を作ることが得策となる。金融政策は常に不確実性の中にある。上下両方向のリスクを意識しながら、新政権と日銀が足並みを揃えて、金融政策の正常化をもう少し進めることを期待したい。

（注１）2023年５月22日、日本銀行のワーキングペーパーシリーズ『消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ』では、「企業物価や為替、賃金の上昇率がそれぞれの閾値を超えた場合、消費者物価上昇率へのパススルーの度合いは大きくなる」「賃金変動はそれ自体に高い慣性がみられることから、賃金上昇の非線形なパススルーは持続的な傾向にある」と指摘している。