

# 日本の金利は上がるのか

経済調査部 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)

## 世界的な景気回復=金利上昇の流れ

景気循環の一つである在庫循環の観点からみれば、世界経済は昨年後半頃に谷を脱し、その後は回復基調を辿っている。過剰在庫が払拭され、生産活動は需要に応じて拡大する余地が生じ、これが景気全般の加速に繋がっている。景気の拡大に伴い、世界の金利は超低水準から徐々に脱しつつある。

米国においては、すでに完全雇用の域に入っており、更なる景気の拡大はインフレ圧力を高める恐れがある。米国の中央銀行であるFRBは、景気過熱を抑制する観点から低すぎる水準にとどまっている金利の押し上げを図り、利上げを本格化させつつある。

ユーロ圏においては、エネルギーと食料品を除いたコア物価の伸びが停滞気味ではあるものの、物価全体の伸びはECBの目標に近いと見られ、現行行われている量的緩和政策が延長される見通しはなくなりつつある。

新興国においても、中国のように輸出の回復が明確になりつつある国では景況感も改善、国債利回りは上昇基調に転じつつある。

## 金融政策変化の見込みがない日本

こうした世界的な金利上昇の気運の高まりに対し、日本においては金利上昇期待はほとんど無い。景気自体は循環的な回復感を強めているものの、物価上昇が日銀の目標にほど遠いためだ。

日銀は、消費者物価上昇率(生鮮食料品を除くベース)を安定的に2%程度とすることを目標としている。このために行っているのが【長短金利操作付き量的・質的金融緩和】政策だが、この政策の目標の一つとして、物価上昇

率が目標である2%を超えるまでマネタリーベースの拡大、すなわち量的緩和を継続するとしている。これに対し、足元での物価上昇率はゼロ%程度に過ぎないことから、金利の本格上昇に繋がる金融政策の転換時期は、事実上見込めない状態となっている。日銀は、物価目標達成のメドを2018年度中としているが、市場関係者の多くはそうした見通しが達成できる可能性は低いと予想している。

こうしたことから、日本では景気回復感が高まって、債券利回りの上昇は僅かなものにとどまっている。

## 長期的にも金利上昇は困難?

長期的には、金利水準はその国の名目経済成長率程度となるとされる。足元で、日本の潜在成長率(実質ベース)は1%弱とされている(内閣府推計による)。これに物価上昇率を加えたものが名目ベースの成長率となるが、日本の場合は物価上昇率がゼロ%程度なので、日本の名目成長率は1%弱程度ということになる。したがって、日本の金利水準も1%弱程度が妥当ということになるが、デフレからの完全脱却を目指す日銀の金融政策の下で、これよりも低く抑えられているのが現状だ。

ところで、日本では人口が足元で年0.5%近く減少している。減少ペースは2040年には年1%程度へと加速する見通しだ。そうなると、年1%以上の生産性向上が無ければ、実質GDP成長率はマイナスとなってしまう。つまり、長期的には潜在成長率が低下するリスクもある。そうなれば、名目成長率が高まることも考えにくく、金利の上昇は長期的にも困難ということになる。金融政策だけでなく、抜本的な成長戦略の成功無しには、金利の上昇も見込み難いということだ。