

日本銀行が利上げを決定

次の注目点は中立金利の推計

政策調査部

研究員

中村 文香

[要約]

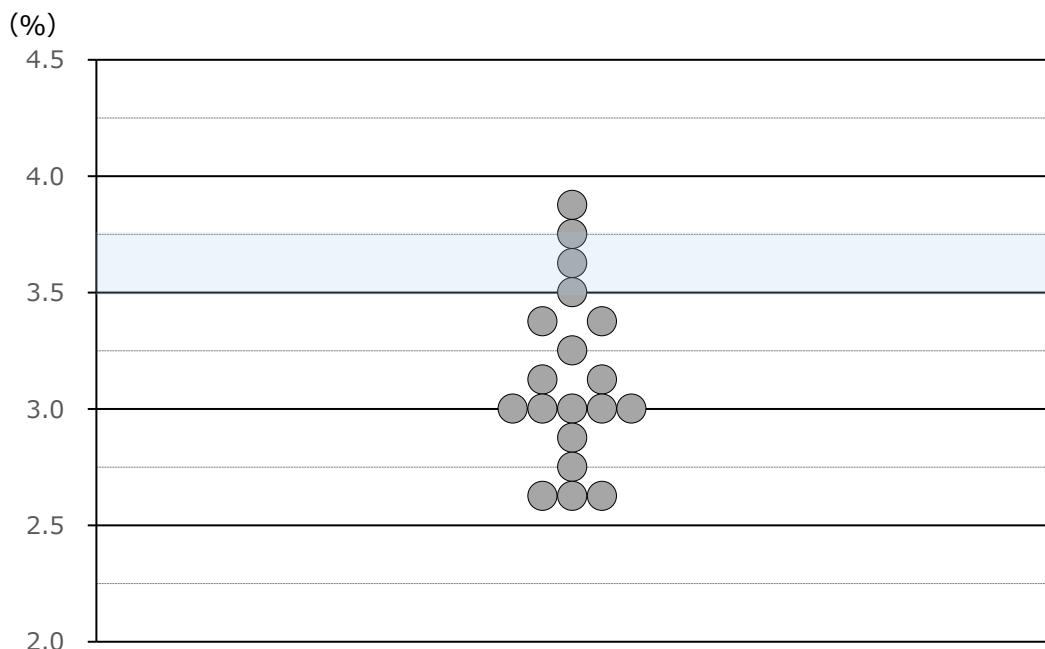
- 日本銀行（日銀）は、2025年12月の金融政策決定会合で、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.25%pt引き上げ、0.75%とすることを決定した。利上げは2025年1月以来となる。12月会合での利上げは市場で織り込まれており、注目は、次の利上げのタイミングと、政策金利の到達水準（ターミナルレート）に移っている。
- ターミナルレートを予測するにあたって、重要な概念が中立金利である。中立金利とは、景気や物価に対して中立的な名目金利の水準を指し、政策金利が中立金利を上回ると金融引き締めに、下回ると金融緩和になる。
- 日銀の推計によれば、中立金利は1.0%から2.5%の間にあると考えられる。今回の利上げ後も、日銀の政策スタンスは依然として金融緩和的であると言えよう。
- 中立金利の推計値がより狭い範囲で示されると、利上げの到達水準や、利上げペースのシグナルとなるだけでなく、長期金利を安定させる効果が期待できる。長期金利は、将来の短期金利の期待値とリスクプレミアムの合計である。中央銀行が中立金利の目安を示すことで、市場における将来の短期金利の期待値のバラつきが減り、長期金利がより円滑に形成されるようになると思われる。今後のさらなる情報発信に注目したい。

日本銀行（日銀）は、2025年12月の金融政策決定会合で、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0.25%pt引き上げ、0.75%とすることを決定した。利上げは2025年1月以来となる。12月会合での利上げは市場で織り込まれており、注目は、次の利上げのタイミングと、政策金利の到達水準（ターミナルレート）に移っている。

ターミナルレートを予測するにあたって、重要な概念が中立金利である。中立金利とは、景気や物価に対して中立的な名目金利の水準を指し、政策金利が中立金利を上回ると金融引き締めに、下回ると金融緩和になる。

米国では、連邦準備制度（Fed）が、FOMC参加者の政策金利の長期見通しを、四半期に一度公表しており、これが中立金利の目安となっている。2025年12月に公表された政策金利の長期見通しは2.625-3.875%であり、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定された政策金利の誘導レンジ（3.5-3.75%）が含まれていることが見て取れる（図表1）。FOMC後の記者会見において、パウエル議長は、「9月以降の政策スタンスの調整（利下げ）により、政策金利は中立金利の妥当な推計範囲に入っており、データ、見通しの変化、リスクバランスに基づいて、政策金利の追加調整の程度と時期を決定する上でよい位置にある¹」と述べた。

図表 1 FOMC 参加者の政策金利の長期見通し(2025年12月時点)



(注) 青いシャドーは12月に決定された政策金利の誘導レンジを示している。

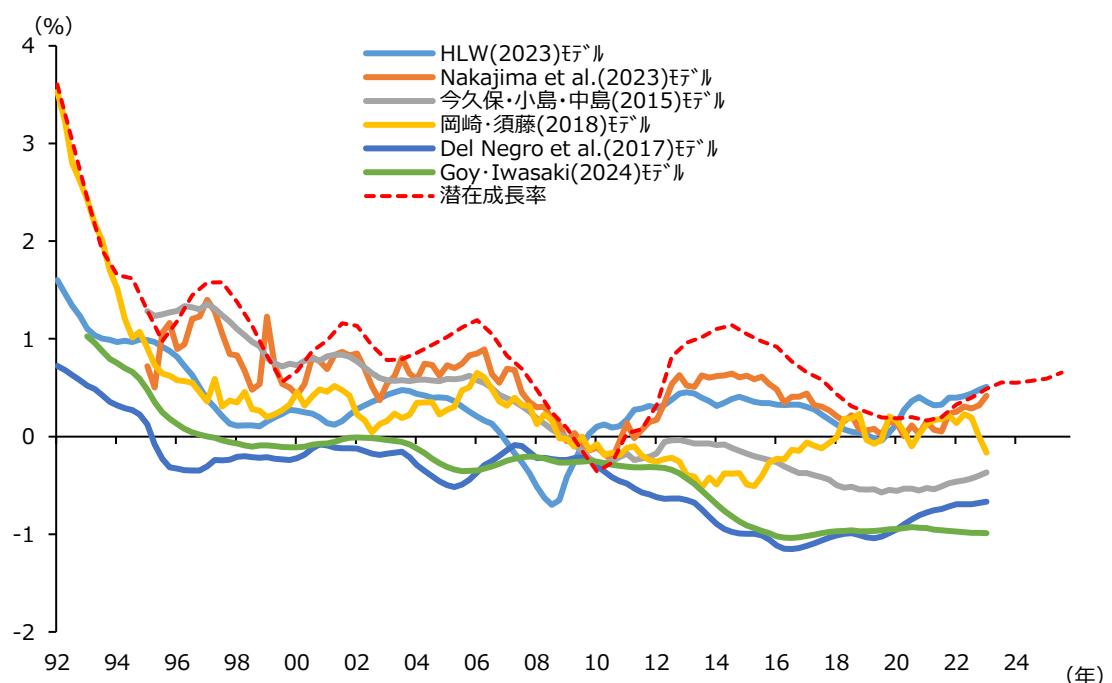
(出所) 連邦準備制度（Fed）より大和総研作成

¹ Federal Reserve Board “Transcript of Chair Powell’s Press Conference” (December 10, 2025), p. 3.

“The adjustments to our policy stance since September bring it within a range of plausible estimates of neutral and leave us well positioned to determine the extent and timing of additional adjustments to our policy rate based on the incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.” 最終承認前（Preliminary）版。2025年12月22日参照。仮訳は大和総研、本文丸括弧内は筆者が補足。

では日本の中立金利はどのくらいの水準なのだろうか。日銀は中立金利の予想は公表していないものの、2024年論文で、自然利子率（景気や物価に対して中立的な実質金利の水準であり、中立金利から予想物価上昇率を差し引いた値）の推計をしている²。日銀の推計によれば、2023年第1四半期時点での自然利子率は、-1.0%から0.5%とされている（図表2）。仮に予想物価上昇率が2.0%であるとすると、中立金利は1.0%から2.5%の間にあると考えられる。現在の自然利子率が2023年第1四半期時点と大きく変わらないならば、今回の利上げ後の政策金利の水準は、推計される中立金利の下限を下回っており、日銀の政策スタンスは依然として金融緩和的であると言えよう。さらに、自然利子率は潜在成長率と似た動きをすることを踏まえると、2023年第1四半期の推計時に比べ、足下ではやや上昇している可能性もある。

図表2 日本の自然利子率と潜在成長率の推移



（注）潜在成長率は日本銀行調査統計局の推計による。

（出所）杉岡優・中野将吾・山本弘樹「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2024年8月）、日本銀行より大和総研作成

植田総裁は、中立金利について、12月4日の参議院財政金融委員会では「現在はかなり広い幅でしか推計できていない概念だが、今後もう少し狭めることができたら適宜公表していきたい」と発言していた。しかし、今回の金融政策決定会合では新たな情報はなく、金融政策決定会合後の記者会見で、植田総裁は、「中立金利の周りで（政策金利が）中立金利より高かったり低かったりということが何回も繰り返されていると、中立金利はより精密に推計されやすい。残念ながらそういう何回ものサイクルは過去30年の日本経済においてあまり多くはなかった³」

² 杉岡優・中野将吾・山本弘樹「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2024年8月）

³ 日本銀行「総裁定例記者会見」（2025年12月19日）より筆者書き起こし。丸括弧内は筆者が補足。

と、推計の難しさを強調した。

中立金利の推計値がより狭い範囲で示されると、利上げの到達水準や、利上げペースのシグナルとなるだけでなく、長期金利を安定させる効果が期待できる。長期金利は、将来の短期金利の期待値とリスクプレミアムの合計である。中央銀行が中立金利の目安を示すことで、市場における将来の短期金利の期待値のバラつきが減り、長期金利がより円滑に形成されるようになると思われる。今後のさらなる情報発信に注目したい。

(以上)