

## 自然利子率の動向と金融緩和度合いの評価

企画局

Bank of Japan Review

2026年3月

自然利子率は、経済・物価に対して中立的な実質金利の水準と定義され、金融政策を運営するうえで重要な概念である。今般、日本銀行では、GDPの基準改定を踏まえ、最新のデータを用いて自然利子率の再推計を行ったが、従来同様、推計値には相当なばらつきがある。こうした推計にかかる不確実性を踏まえると、日本銀行が金融緩和の度合いを評価するに当たっては、米欧の中央銀行のアプローチと同様、実質金利と自然利子率の関係だけでなく、経済・物価・金融情勢を丁寧に点検しながら、総合的に判断していく必要がある。その際には、金融政策から実体経済への波及経路とも言える「金融環境」、すなわち、資金調達コスト、アベイラビリティ、資産価格、資金調達量といった幅広い指標を点検していくことも重要である。

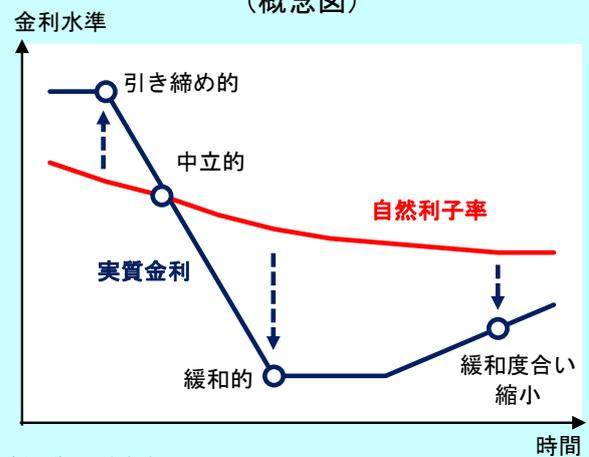
## はじめに

自然利子率は、経済・物価に対して緩和的にも引き締めのにも作用しない中立的な実質金利の水準と定義され、金融政策を運営するうえで重要な概念である。標準的なマクロ経済理論では均衡実質金利とも呼ばれ、完全雇用のもとで貯蓄と投資をバランスさせ、インフレ率を安定させる実質金利の水準として位置付けられている。中央銀行は、名目金利を操作することで、実質金利に影響を与える。このため、金融政策の運営スタンスの評価に当たり、実質金利と自然利子率の関係を点検することは、金融環境が緩和的か引き締めのかを判断する際の視座を提供すると考えられる（図表1）<sup>1)</sup>。

もっとも、自然利子率の動きは直接観察できないことから、一定の手法を用いて推計する必要がある。この点、米欧の中央銀行も指摘しているように、自然利子率の推計にかかる不確実性は大きい。そのため、その水準を事前に特定することは難しく、かなりの幅をもってみる必要がある。

こうした点を踏まえると、日本銀行が金融緩和度合いを評価するに当たっては、実質金利と自然利子率の関係だけでなく、経済・物価・金融情勢

【図表1】実質金利と自然利子率の関係（概念図）



(出所) 日本銀行

を丁寧に点検しながら、総合的に判断していく必要がある。

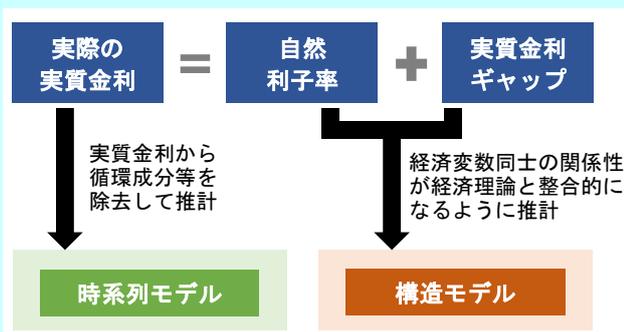
以上の問題意識を踏まえ、本稿では、最新のデータに基づいて、わが国の自然利子率の推計結果をアップデートしたうえで、推計にかかる不確実性が大きい点を改めて確認する。次に、米欧の中央銀行における自然利子率の位置付けや金融政策の運営スタンスの評価の枠組みを紹介する。最後に、日本銀行が金融緩和度合いの調整を徐々に進めている中、どのような尺度を用いて金融環境を点検しているかを整理する。

## 自然利率の動向

### (自然利率の推計手法：類型と各手法の特徴)

前述した通り、自然利率の動きは直接観察することができないため、何らかの仮定に基づいて推計する必要がある。先行研究に従えば、自然利率の推計手法は、時系列モデルと構造モデルの大きく2つに分類できる<sup>2</sup>。以下では、図表2に沿って、それぞれの推計手法の特徴を簡単に整理する。

【図表2】自然利率の推計手法の類型



(出所) 日本銀行

時系列モデルは、観測される実質金利の時系列データからトレンド成分を抽出し、自然利率と見做す。その前提として、実質金利は、緩和的な金融環境と引き締めの金融環境が繰り返されるもと、中長期的には自然利率を挟んで上下に変動しているという仮定を置いている。この手法は、実質金利のデータを最大限活用し、経済構造に関して強い仮定を置かないため、後述のモデルの定式化に関する論点を回避できるという利点がある。一方、①トレンド成分を抽出するフィルタリング手法の違いに影響を受けやすい、②実際の実質金利の動きに強く影響される、③経済理論的な裏付けに乏しい、といったデメリットが存在する。

構造モデルは、経済変数同士の関係が経済理論と整合的となるように、自然利率を推計する手法である。この手法は、経済構造をどの程度まで理論的に明示するかという観点から、2つの推計アプローチに整理できる。1つ目は、IS曲線やフィリップス曲線といった代表的なマクロ経済の関係を分析の前提として用いたうえで、需給ギャップがゼロとなる利率を自然利率として推計するアプローチである。この方法は、自然利率の変動を需給ギャップなど主要な実体経済の

動向と関連付けて解釈しやすいという利点がある。一方、モデルの定式化に推計値が大きく依存するため、①仮定したモデルが自然利率の変動要因を十分に考慮できていない場合や、②経済変数間の関係性が時間とともに変化する場合には、正確な推計が難しいという課題がある。2つ目は、IS曲線やフィリップス曲線といった代表的なマクロ経済の関係を規定する、家計・企業の最適化行動などを明示的にモデル化し、価格伸縮的な均衡において成立する利率を自然利率と見做すアプローチである<sup>3</sup>。この方法は、技術進歩や人口動態といった構造的なショックが自然利率に及ぼす影響を分析できる点が利点として挙げられる。一方、モデルの定式化やパラメータの設定次第で、推計値が大きく変わる点には留意が必要である。

このように、自然利率の各推計手法は、前提の置き方や利用するデータが異なり、メリットとデメリットが存在する。このため、自然利率の動向を確認する際は、単一の手法に依拠するのではなく、それぞれの特性を理解しつつ、複数の手法を用いて総合的に判断することが重要である。

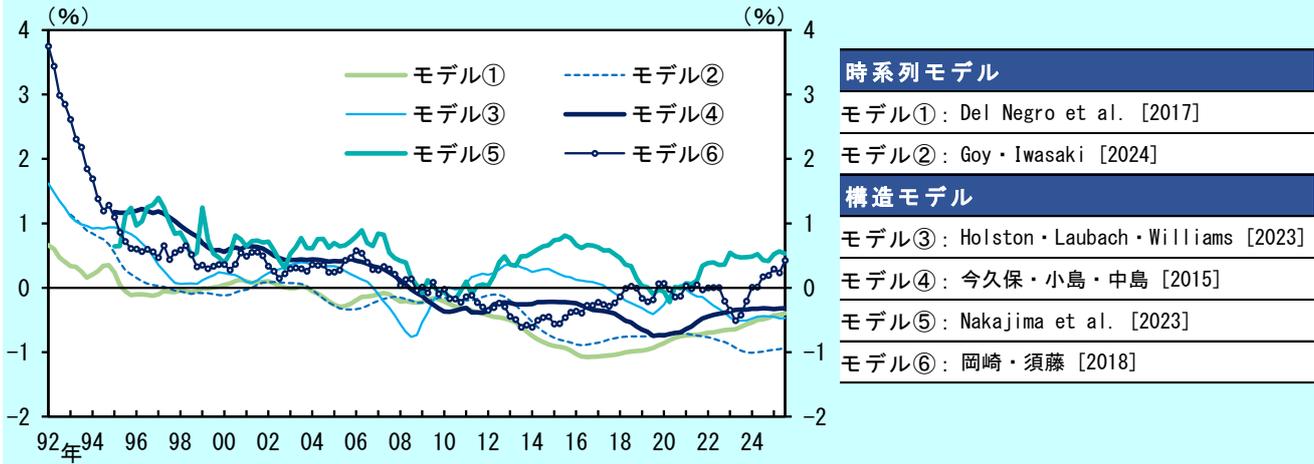
### (自然利率の最新の推計値)

こうした観点から、日本銀行では、6つのモデルを用いて自然利率を推計しており<sup>4</sup>、2024年12月に公表した「金融政策の多角的レビュー」では、これらの手法による推計レンジ(2023/1Q時点)を▲1.0%程度～+0.5%程度と示した。

今般、日本銀行では、昨年12月に実施されたGDPの基準改定(2015年基準→2020年基準)を踏まえ、潜在成長率や需給ギャップを改めて推計したうえで<sup>5</sup>、これらを含めた最新のデータに基づいて自然利率を再推計した。結果をみると、6つのモデルによる自然利率の推計値(2025/3Q時点)は、▲0.9%程度～+0.5%程度の範囲となった(図表3)。

従来の推計値と比較すると、推計レンジ自体は大きくは変わっていないが、仔細にみると、このところ、多くの推計値が緩やかに上昇している。こうした動きは、①コロナ禍に大きく落ち込んだわが国の潜在成長率が、その後、緩やかながらも上昇していることや(図表4)、②賃金と物価がともに緩やかに上昇する状況が定着するもとで、リ

【図表 3】 自然利子率の推計値



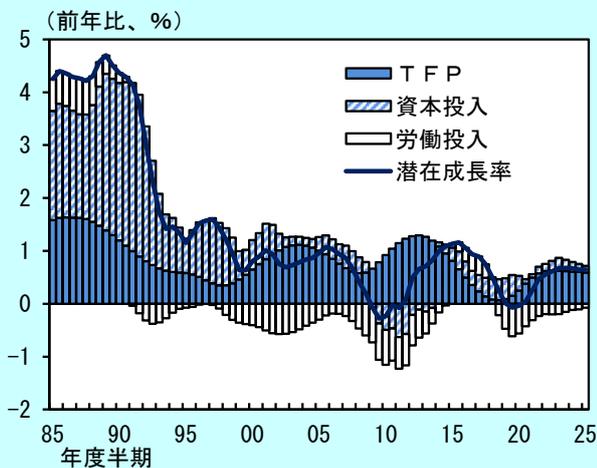
(注) 各モデルをベースにした推計値。

(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」

スクテイクに前向きな動きが生じ、安全資産に対する需要が幾分低下していることが影響していると考えられる。この点、構造モデル（図表3のモデル③～⑥）では、潜在成長率が自然利子率の水準を決定する主要な要因として位置付けられている。また、時系列モデル（同①、②）では、安全資産需要の動向が、国債利回りの変化という形で自然利子率に影響を及ぼすと考えられる。

誤差がある点である。すなわち、自然利子率の推計結果は、採用するモデルの枠組みやパラメータの設定などによって大きく変わる。実際、図表3で示している通り、今回アップデートした自然利子率の最新の推計値をみても、推計手法によって相当なばらつきがある。また、個々の推計値そのものにも推計誤差が存在するほか（図表5左）、推計に利用するデータが追加されると、各時点の推計値が事後的に大きく遡及改定される、いわゆるリアルタイム問題も存在する（図表5右）。これに加えて、推計の際に用いる潜在成長率や需給ギャップなどのデータ自体に不確実性が存在することにも留意が必要である。

【図表 4】 潜在成長率



(注) 日本銀行スタッフによる推計値。

(出所) 日本銀行

### （自然利子率の推計の不確実性）

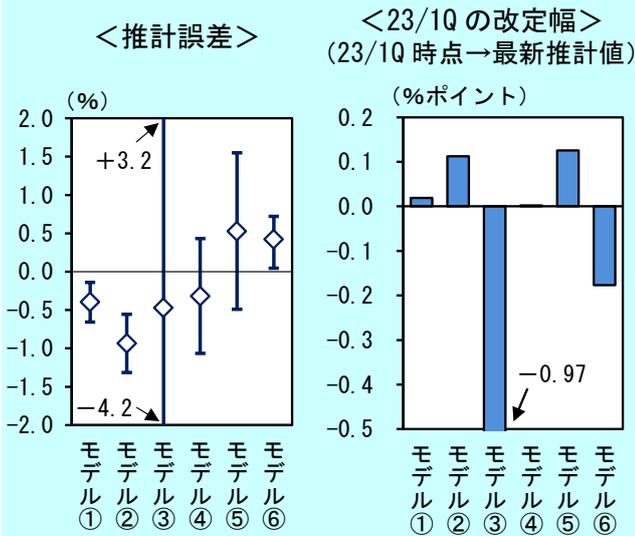
自然利子率は、金融政策を運営するうえで重要な概念であるものの、実際の政策運営における活用という意味では、留意すべき点が多い。以下では、推計にかかる不確実性に関して、3点を指摘する。

第一に、推計結果そのものに相当なばらつきや

第二に、現在の推計モデルにおいては、海外の経済・金融情勢がわが国の自然利子率に及ぼす影響を必ずしも十分に考慮できていない点である<sup>6</sup>。資本移動が自由で活発な経済では、国内の貯蓄・投資バランスだけでなく、グローバルな貯蓄・投資バランスや海外の成長率の動向が、国内金利の均衡水準に強く影響する。このため、自然利子率は自国の要因だけではなく、海外経済の構造変化や国際金融資本市場の動向にも大きく左右されるが、自然利子率の推計モデルの多くは、複雑化を回避するために国内要因を中心に定式化されており、自然利子率の動きを十分に説明できない可能性がある<sup>7</sup>。この点、わが国のように、海外経済との結び付きが強く、資本移動が自由な国では、米国を中心とした海外の経済・金融情勢の影響を受けやすいと考えられる。

## 米欧の中央銀行における自然利子率の位置付けと政策運営スタンスの評価

【図表 5】 自然利子率の推計誤差と改定状況



(注) 1. 左図は、図表 3 で示した 6 つのモデルについて、2025/3Q の推計値 (マーカー) と 95% 信頼 (信用) 区間 (バンド) を示したものの。  
 2. 右図は、2023/1Q の自然利子率について、直近までのデータをを用いた最新の推計値と、2023/1Q 時点の推計値の差を、6 つのモデルについて算出したもの。  
 (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」

第三に、推計に用いる過去のデータの特性に留意が必要という点である。わが国のように、長年のデフレにより、政策金利が長らくゼロ金利制約に直面し、金融緩和局面が続いてきた経済では、金融循環の振幅が十分に生じていない可能性が高い。また、長期間にわたって低金利政策が採用されていたことから、政策金利の引き上げによる実体経済の反応を正しく把握できていない可能性もある。その結果、自然利子率の推計値が実際の均衡水準から乖離しているリスクが存在する。この点、上記のとおり、時系列モデル (図表 3 の①、②) では、実際の実質金利が中長期的に自然利子率を挟んで変動していることを仮定しているが、わが国の場合、この仮定は必ずしも十分に満たされておらず、推計された自然利子率は、下方バイアスを有している可能性が高いと考えられる。

このような自然利子率の推計にかかる各種の不確実性を踏まえると、自然利子率の水準を事前に特定することは難しく、引き続き、かなりの幅をもってみざるを得ない。

米欧の中央銀行による情報発信をみると、自然利子率の特定の推計値に依拠して金融政策を運営するのではなく、経済・物価・金融情勢にかかる様々なデータを丁寧に点検することの重要性が強調されている。とりわけ、政策金利が中立領域に接近・到達した状況では、そうした傾向が強い。

例えば、FRB のパウエル議長は、2023 年の講演において<sup>8</sup>、自然利子率を「曇り空の下の子」に例え、自然利子率の水準を正確に計測することはできず、金融政策の運営スタンスの評価には、常に不確実性が伴うと指摘している<sup>9</sup>。そのうえで、FRB は、FOMC の声明文において、金融政策運営に当たり、労働市場の状況、インフレ圧力、インフレ期待、金融・国際情勢の動向など、幅広い情報を点検するとの考えを示している。また、年に 2 回、連邦議会に提出される Monetary Policy Report では、長期金利、企業・家計向けの貸出動向、企業・家計からみた資金調達量のしやすさ (アベイラビリティ)、株価や社債スプレッドなど、金融環境を評価するための指標を幅広く説明している<sup>10</sup>。

ECB は、経済・金融情勢を解説するスタッフレポート (Economic Bulletin<sup>11</sup>) において、複数のモデルによる自然利子率の推計値を示しているものの、「自然利子率の推計値は、金融政策運営上、補完的な情報を提供するものではあるが、適切な金融政策を機械的に示す指標ではない」と指摘している<sup>12</sup>。そのうえで、政策理事会の声明文において、政策金利は、①最新の経済・金融指標を踏まえた物価見通し・リスク評価、②基調的なインフレ率の動向、③金融政策の波及効果の強さ、に基づいて決定されることの方針を示している。このうち、③の金融政策の波及効果の強さの点検に際しては、市場金利の動向、資金調達コスト、貸出・社債等の資金調達量、銀行の貸出態度、マネーストックなどの幅広い指標を通じて、金融環境を評価しており、政策理事会後の総裁記者会見やその後公表される Economic Bulletin において、対外的な説明を行っている。

BOE も、政策委員の講演等において、自然利子率は有用な概念ではあるが、推計の不確実性が大きいため、「金融政策の直接的な道標としては使われない」と指摘している<sup>13</sup>。そのうえで、金融政

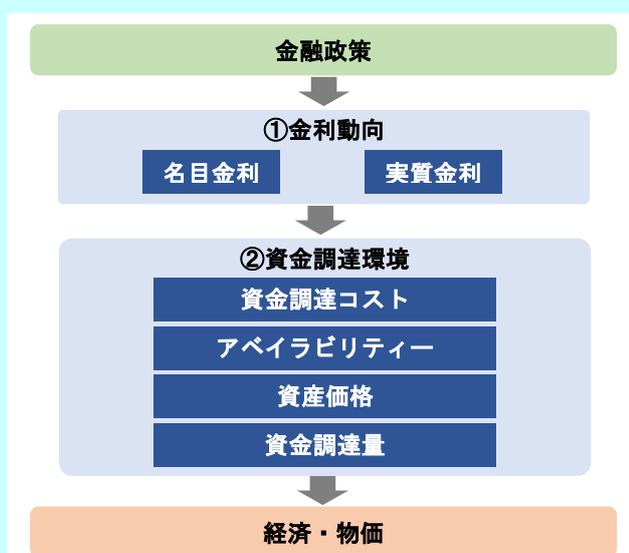
策委員会に向けてスタッフの分析をまとめた Monetary Policy Report では、経済・物価・金融情勢の現状評価の一環として、「インフレ」、「経済活動」と並んで「国際情勢と金融環境」の章を設けており、長期金利・株価・為替等の市況データ、企業・家計の資金調達コスト、銀行の貸出残高、アベイラビリティなど、金融環境に関する幅広い指標を点検している<sup>14</sup>。

## わが国の金融環境の評価

### （金融環境の評価軸）

現在、日本銀行では、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて金融緩和の度合いを調整しているところであるが、自然利子率の推計の不確実性を踏まえると、金融緩和の度合いを評価するに当たっては、経済・物価・金融情勢を丁寧に点検しながら、総合的に判断していく必要がある。もっとも、金融政策の効果が实体经济に波及するには相当の時間を要し、両者の具体的な対応関係は複雑である。このため、上述の通り、多くの中央銀行では、金融緩和・引き締め度合いを評価するため、金融政策から实体经济への波及経路とも言い得る「金融環境」をきめ細かく点検している。日本銀行も同様であり、以下では、その評価軸を、2つの段階に分けて簡単に整理する（図表6）。

【図表6】金融環境の評価軸



（注）各段階について、代表的な指標を例示している。  
（出所）日本銀行

第一に、金利動向についてである。短期の政策金利や国債のイールドカーブなどの安全資産金利は、様々な貸出金利や資産価格に影響を与える。また、経済主体の消費や投資判断により大きな影響を及ぼすという点では、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利をみていくことが必要である。さらに、实体经济への影響をよりきめ細かく点検するためには、年限別にみた実質金利の動向を確認することも重要である。

第二に、資金調達環境についてである。これについては、安全資産の金利に様々なスプレッドを加えた貸出金利や CP・社債発行金利といった資金調達コストに加え、企業・家計からみた資金調達のしやすさも重要な点検ポイントである。このため、金融機関の貸出態度や企業の資金繰り等のアベイラビリティの評価に資する指標をみていくことが必要となる。また、株価や為替といった資産価格も、企業・家計のバランスシートや収益期待を通じて、これら経済主体の意思決定に大きな影響を及ぼすため、その動向を確認する必要がある。このほか、資金調達量の動向も重要である。例えば、政策金利の引き上げ後も企業や家計による資金調達の動きが堅調であれば、金融緩和度合いの変化は然程大きくない可能性がある。一方で、資金調達量に明確な変化が生じれば、金融緩和度合いの変化が影響している可能性がある。こうした観点から、企業・家計向けの貸出や、企業による CP・社債発行額の動向をみていくことが重要である。

### （最近の金融環境）

これらの多面的な評価軸を意識しつつ、以下では、最近のわが国の金融環境を確認する。

まず、金利動向をみると、各年限の国債利回りは、先行きの経済・物価情勢や金融政策・財政政策に対する市場の見方などを反映し、昨年秋以降、全般的に上昇している。こうした中、各年限の名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利をみると、足もと、長期ゾーンはゼロ%近傍で推移しているものの、経済活動に及ぼす影響が相対的に大きい短中期ゾーンの実質金利は、引き続きはっきりとしたマイナスが続いている（図表7）。

【図表 7】 年限別の実質金利



(注) 国債利回りから予想物価上昇率(日本銀行スタッフによる推計値)を差し引くことにより算出。2026/1Qは、1～2月の値。

(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK 月次調査<債券>」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

次に、資金調達環境をみると、このところの市場金利の上昇に伴い、市場金利連動型の貸出金利やCP・社債の発行金利は上昇している。そうした中であっても、金融機関の貸出態度は引き続き積極的であるほか、企業の資金繰りも良好な水準が維持されている(図表8)<sup>15</sup>。CPや社債の発行環境についても、発行スプレッドが総じて低位にとどまるなど、良好な状況が続いているとの声が多く、わが国の株価は、企業収益の改善期待や政府の経済政策に対する期待感などを背景に、高値圏で推移している。この間、資金調達量の動向をみると、きわめて低い実質金利や良好な資金調達環境を背景に、銀行の貸出残高やCP・社債の発行残高は、高めの伸びが続いている(図表9)。政策金利の変更等に伴い資金調達コストは上昇しているが、経済活動の回復や大型の企業買収が活発化していることなどを背景に、全体としては、資金需要は堅調に推移している。

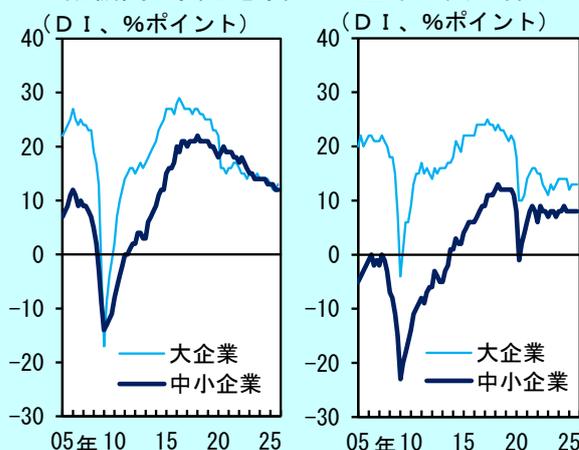
これらの動きを踏まえると、昨年12月の利上げ後も、わが国の金融環境は緩和した状態が維持されていると考えられる。

なお、政策金利の引き上げは、企業・家計の属性によって異なる影響を及ぼす点には留意が必要である。例えば、中小企業や有利子負債の大きい業種では、利上げの影響が早期かつ大きめにしやすいと考えられる一方、無借金企業や収益力の

高い企業にとっては、利上げの直接の影響は相対的に小さなものに止まるとみられる。家計に対する利上げの影響についても、貸金等の動向と合わせて、預金、借入の両面から評価する必要がある。

【図表 8】 アベイラビリティ関連指標

<金融機関の貸出態度> <企業の資金繰り>



(注) 1. 左図は、短観の金融機関の貸出態度判断D I(「緩い」-「厳しい」)。全産業ベース。  
2. 右図は、短観の資金繰り判断D I(「楽である」-「苦しい」)。全産業ベース。

(出所) 日本銀行

【図表 9】 貸出残高とCP・社債発行残高



(注) 民間銀行貸出は平残前年比、CP・社債計は末残前年比。

(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

## おわりに

本稿で指摘した通り、自然利子率は、金融政策を運営するうえで重要な概念ではあるものの、その水準を事前に特定することは難しく、かなりの幅をもってみる必要がある。

日本銀行としては、このことを前提に、今後と

も、短期金利の変化に対する経済・物価の反応を点検し、金融緩和の度合いを調整していくことが適当と考えている。とくに、政策金利が次第に中立領域に近づいていく中にある場合は、2%の「物価安定の目標」をスムーズに実現していくためにも、金融緩和の度合いがどのように変化していくかを正しく評価することが、これまで以上に重要になってくる。最終的には、経済・物価・金融情

勢を総合的に判断することになるが、その際には、本稿で紹介した各種の指標に加え、日本銀行の本支店を通じて得られるヒアリング情報も活用しながら、企業や家計の支出行動や、それに影響を与える金融環境に関する幅広い情報を丁寧に点検していきたい。

<sup>1</sup> 金融政策の運営スタンスの評価に当たっては、自然利子率のほかに、中立金利という概念も用いられる。中立金利は、文字通り、景気や物価に対して中立的な水準の金利を指す概念であり、実務上は、実質ベースの自然利子率に、予想物価上昇率や目標インフレ率を加えた名目ベースで議論されることが多い。この場合、政策金利と中立金利の関係を点検することが、金融緩和度合いや引き締め度合いを評価する際の視座を提供することになる。

<sup>2</sup> 岡崎・須藤 (2018) では、自然利子率の推計手法は、観測されたデータから時系列的手法を用いて推計するアプローチと、経済理論をもとに推計するアプローチの2つに大別できると指摘している。なお、時系列モデルのように、経済構造に強い仮定を置かず、データから自然利子率を推計するモデルとして、近年は、期間構造モデルと呼ばれる手法もみられている。同手法は、様々な年限の市場金利から、短期の実質金利の予想成分を推計したうえで、その均衡状態における値を自然利子率と見做す方法である。自然利子率の推計手法のより詳細な整理については、杉岡ほか (2024) を参照。

岡崎陽介・須藤直 (2018) 「わが国の自然利子率—DSGE モデルに基づく水準の計測と決定要因の識別—」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.18-J-3

杉岡優・中野将吾・山本弘樹 (2024) 「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、No.24-J-9

<sup>3</sup> 家計・企業の最適化行動を考慮するニューケインジアンモデルのもとでは、自然利子率は、経済主体の将来予測に基づく貯蓄と投資の均衡点として決定される。生産性 (TFP) の伸びや人口動態といった構造的要因が、企業の投資意欲や家計の貯蓄行動を通じて、均衡点に影響を及ぼすほか、安全資産需要の増大なども、均衡金利の水準を変動させる重要な要因となる。

<sup>4</sup> 6つの手法の詳細は、岡崎・須藤 (2018) のほか、以下の文献を参照。

Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P., and Tambalotti, A. (2017), "Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2017, pp.235-316.

Goy, G. and Iwasaki, Y. (2024), "From the Natural Rate towards a Natural Curve: A First Step to Benchmarking the Term Structure," mimeo.

Holston, K., Laubach, T., and Williams, J. C. (2023), "Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19," Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 1063.

今久保圭・小島治樹・中島上智 (2015) 「均衡イールドカーブの概念と計測」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.15-J-4

Nakajima, J., Sudo, N., Hogen, Y., and Takizuka, Y. (2023), "On the Estimation of the Natural Yield Curve," Discussion Paper Series A, No.753, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.

<sup>5</sup> GDPの基準改定や近年のわが国経済の構造変化を踏まえた、潜在成長率や需給ギャップの推計方法の見直しについては、日本銀

行調査統計局 (2026) を参照。

日本銀行調査統計局 (2026) 「需給ギャップ・潜在成長率の見直しと労働需給関連指標の補完的活用について」、日本銀行調査論文

<sup>6</sup> スウェーデン中銀 (Riksbank) の Seim 副総裁は講演で、小国開放経済であるスウェーデンにおいて、自然利子率の変動の多くは、米国を中心とする海外経済の構造変化の波及で説明可能であったとする先行研究に言及しつつ、自然利子率の長い目でみた変動は、概ねグローバルな要因で決まると述べている。なお、畑山ほか (2024) は、グローバル化が日本を含む先進諸国の自然利子率に与えた影響について分析している。

Seim, A. (2024), "Neutral Interest Rate: Meaning, Limitations and Assessment," speech at a breakfast seminar at the Sveriges Riksbank, November 26.

畑山優大・岩崎雄斗・中神響子・沖本竜義 (2024) 「グローバル化が先進諸国の自然利子率に与えた影響：平滑推移モデルによるアプローチ」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.24-J-14

<sup>7</sup> 例えば、BOE の Mann・MPC 委員の以下のスピーチを参照。

Mann, C. L. (2025), "The Neutral Rate of Interest -- and Its Relevance for Monetary Policy," speech at the Bank of England Watchers' Conference, May 12.

<sup>8</sup> Powell, J. H. (2023), "Inflation: Progress and the Path Ahead," speech at the Jackson Hole Economic Policy Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 25.

<sup>9</sup> Waller 理事も講演において、自然利子率は理論上の概念であり、(政策運営において) 自信をもって自然利子率の数字を参照することは避けるべきと述べている。

Waller, C. J. (2024), "Some Thoughts on r\*: Why Did It Fall and Will It Rise?" speech at the Reykjavik Economic Conference, May 24.

なお、米国の自然利子率の推計値に関しては、NY 連銀の Williams 総裁が、同連銀のブログで多数のモデルによる直近の推計値を示しているほか、一部の地区連銀は、幾つかの推計値を定期的に更新している。

Cho, S. and Williams, J. C. (2025), "Are Financial Markets Good Predictors of R-Star?" Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, August 25.

<sup>10</sup> このほか、金融環境を包括的に評価する指標として、金融環境指数 (Financial Conditions Index: FCI) も活用されている。FCI は、金利、社債スプレッド、ローンサーベイ、株価、為替など、様々な指標を統合し、金融環境がどの程度緩和的か引き締めのを示す指標である。公表されている過去の FOMC 資料 (Tealbook) では、シカゴ連銀が公表する Chicago FCI などが参照されている。

<sup>11</sup> Brand, C., Lisack, N., and Mazelin, F. (2025), "Natural Rate Estimates for the Euro Area: Insights, Uncertainties and Shortcomings," ECB Economic Bulletin, Issue 1/2025.

---

<sup>12</sup> このほか、ECB 高官の講演でも、同様の主張が聞かれている。例えば、Schnabel, I. (2024), "Navigating towards Neutral," keynote speech at the CEPR Paris Symposium 2024 hosted by the Banque de France, December 16. や、Lane, P. R. (2025), "A Middle Path for ECB Monetary Policy," speech at the Peterson Institute for International Economics (PIIE), February 5. などを参照。

<sup>13</sup> Bailey 総裁は講演で、自然利子率の推計値は、どの手法も大きな不確実性を伴っていると指摘したうえで、「自然利子率は、過去の金融政策とそのスタンスを振り返ったり、先行き数年の一般的な金利見通しに関する示唆を得るために使われるのが一般的であり、直接的な金融政策の道標としては使われない」と述べている。

Bailey, A. (2022), "The Economic Landscape: Structural Change, Global R\* and the Missing-Investment Puzzle," speech at the Official Monetary and Financial Institutions Forum, July 12.

<sup>14</sup> 海外中銀に加え、BIS も、自然利子率の不確実性の大きさと自然利子率を用いる際の金融政策運営上の留意点を指摘している。例えば、Borio (2021)を参照。

Borio, C. (2021), "Navigating by r\*: Safe or Hazardous?" BIS Working Papers, No. 982.

<sup>15</sup> 図表 8 で示している短観の金融機関の貸出態度や企業の資金繰りは、直近値が昨年 12 月時点となっているが、本年 1 月以降に公表されている各種の民間調査（日本政策金融公庫・中小企業景況調査、日本商工会議所・LOBO 調査）をみても、中小企業からみた金融機関の貸出態度判断や資金繰り判断に関して、著変はみられていない。

---

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行企画局(代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。