

## インフレと日銀の金融政策

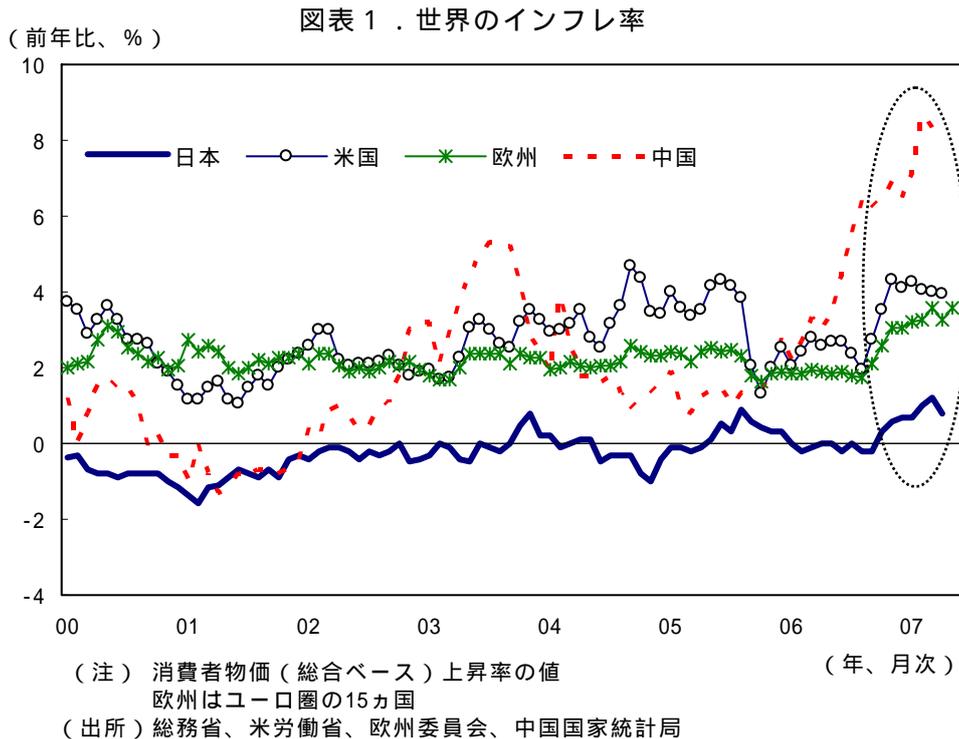
## Q 1 . 白川総裁が就任して日銀の金融政策は変わりましたか？

- ・ 3 月 19 日に福井前総裁が退任し、総裁不在の空白期間を経て 4 月 9 日に白川新総裁が就任しました。就任間もない 4 月 30 日に発表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、福井総裁当時の前回（2007 年 10 月）の展望レポートに比べて、景気の現状認識が「緩やかに拡大」から「減速している」へとより慎重になり、2008 年度の成長率見通しも下方修正されました。
- ・ また、金融政策運営の考え方に関しては、前回まで「金利水準は引き上げていく方向」と記述され、極めて低い金利水準を徐々に修正していくという金融政策の正常化の考え方が前面に出ていましたが、今回は、金利を上げていくという方向性が示されず、中立的な運営方針に変わりました。さらに、当面は景気が想定しているよりも悪い方向に向かうリスク（景気の下振れリスク）が薄れていくのか、それとも現実のものになってしまうのか、よく見極めていくことになりました。
- ・ もっとも、白川総裁が就任したので日銀の方針が大きく変更されたと考えるのは必ずしも適切ではありません。昨年 2 月に政策金利を 0.5% に引き上げた後、1 年以上にわたって政策金利は据え置かれたままです。特に昨年の夏以降は、サブプライムローン問題による世界の金融市場の混乱、米国経済の減速、さらに原油など原材料価格の高騰など、景気の下振れリスクをもたらす要因に日銀は注意を払ってきました。すでに福井総裁の就任中に始まっていた日銀の政策スタンスの変化が、展望レポートによってあらためて確認されたと考える方が適切ではないでしょうか。

## Q 2 . インフレ懸念が広がっていますが、利上げをしないのですか？

- ・ 原油価格は 1 バレル = 100 ドルをはるかに超え、1~2 年前にはほとんど誰も想像していなかったような水準に高騰しています。原油に限らず、鉱物、金属、食料など多くの資源価格が大幅に上昇し、発展途上国や新興国を中心にインフレの波が世界に広がってきています。先進国の物価は、中国など新興国から安い工業製品が輸入されていることもあって、第 1 次、第 2 次石油ショックのころのようには上がっていません。しかし、それでもインフレを警戒しなければいけない状況になっています。日本でも消費者物価が上昇するようになり、日本経済はデフレからインフレに大きく転換しているようです（図表 1）。
- ・ ただ、日銀が 2006 年 7 月にゼロ金利政策を解除し、2007 年 2 月に政策金利を引き上げ

たのは、インフレ懸念が出てきたからではありません。当時の物価は極めて小幅な上昇にとどまっていた。日銀は、日本経済が緩やかな拡大を続けていくことを前提に、極めて低い水準にある金利を少しずつ引き上げて、金融市場を通常の状態に戻そうとしてきました。世界の金融市場の混乱が落ち着き、景気の下振れリスクが後退してくれば、インフレ懸念が無くても利上げは再開されるはずですが、



- ・ 金融市場の混乱が続き、景気の下振れリスクが残っているのに、インフレ率が高まってきた場合は問題が難しくなります。景気の先行きを考えれば、金利を引き上げるとはなかなか難しいはずですが、日銀政策委員は前年比で0~2%程度の消費者物価の上昇を物価の安定と理解しています。消費者物価が上昇してきたといってもまだ物価安定の理解の範囲内ですが、仮に消費者物価の上昇率が2%を超える状況が続くと予想されるようになれば、日銀が金利引き上げを決定する可能性が高まってきます。

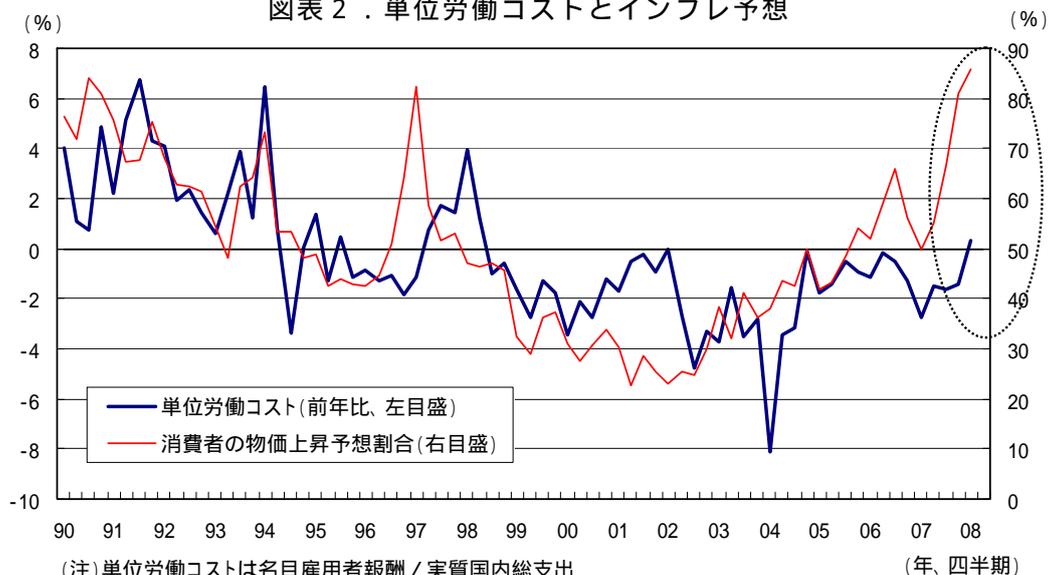
### Q3 . 金利を上げても効果がないという話を聞きました

- ・ 景気の過熱による需要の増加がインフレ懸念を高めているときには、金利を上げて金融を引き締めることによって、景気を落ち着かせインフレ圧力を抑える効果が期待できます。これに対して、原油などの資源価格の上昇がコストを増加させてインフレリスクを高めているのであれば、金融を引き締めても景気が悪くなるだけでインフレを

抑えるのは難しそうです。

- ・ただ、過去の石油ショックの時に物価上昇率が急速に高まったのは、人々の間にインフレ予想が広がり、企業が販売価格を大幅に引き上げ、それに合わせて賃金も増え、その結果、価格がさらに上昇したからです。このようなインフレスパイラルを防ぐために中央銀行にできることは、「インフレを抑えるために中央銀行は適切な政策を採っている」と人々に思わせることです。金利を上げたからといって、企業が価格の引き上げを抑えたり、賃金の上昇率が低くなったりするとは言えませんが、「日銀が低金利を続けているので物価はもっと上がるはずだ」と人々が思ってしまうと、インフレは一段と加速する恐れが出てきます。
- ・たしかに、第1次石油ショックの時のように物価が大幅に上昇することはないでしょう。しかし、デフレが続いていたころに比べると、今は物価を取り巻く環境が変わってきているようです。まず、単位労働コスト（ユニット・レーバー・コスト）がほぼ10年ぶりに上昇してきました。単位労働コストとは一定量の財やサービスを生み出すために必要な労働コストです。賃金が上がったり、生産性が下がったりすると、単位労働コストが上昇し、物価が上がる原因となります。
- ・また、インフレ予想も急速に高まっています。かつてのような大幅な物価上昇を予想している人は少ないでしょうが、ガソリンや食料品など身の回りの品目の値上がりを見て、ほとんどの人がこれからも物価が上がると予想しています（図表2）。予防的に金利を引き上げることは、人々のインフレ予想の広がりを抑え、物価の安定に多少なりとも寄与するものと期待されます。

図表2．単位労働コストとインフレ予想

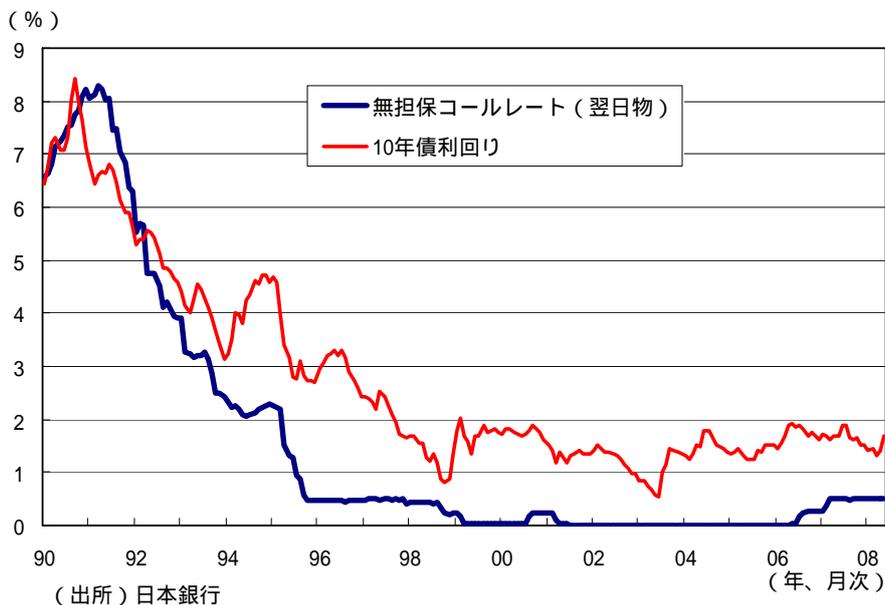


(注) 単位労働コストは名目雇用者報酬 / 実質国内総支出  
 消費者の物価上昇予想割合は、1年後に物価が「上昇する」と回答した人の割合  
 (出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、「消費動向調査」

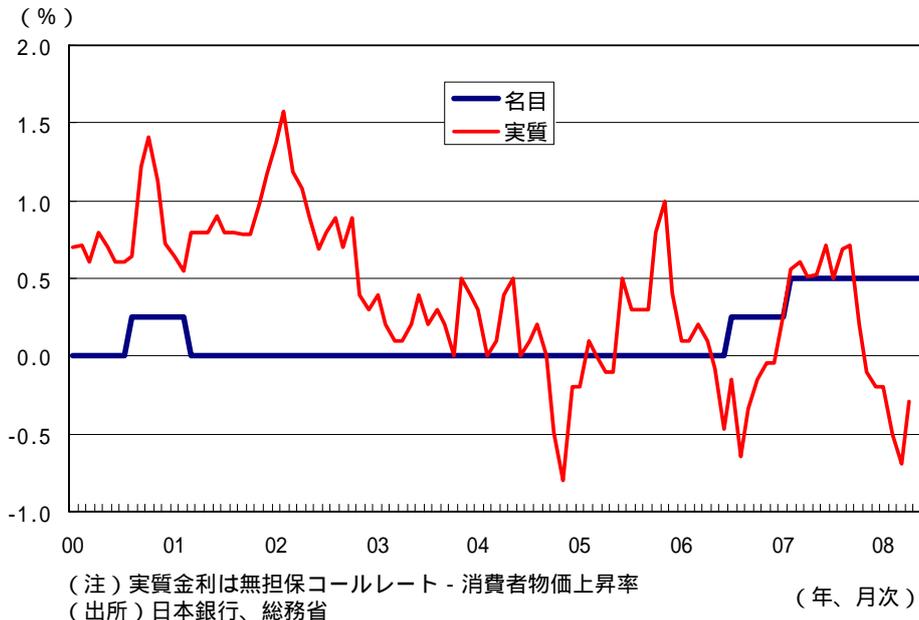
Q 4 . 金利は低すぎませんか？

- ・ バブルが崩壊した後、金利はほぼ一貫して低下してきました。さすがにゼロまで金利が下がるとそれ以上は下がりようがありません。緩やかながらも景気の回復が続いたので、政策金利がゼロを脱し、長期金利も下げ止まってきました。しかし、バブル崩壊の負の遺産が概ね解消しているのに、依然として超低金利の状態が続いています(図表3)。そして、最近は何れも上昇してきたため、実質金利の水準が一段と下がってきました(図表4)。

図表3 . 政策金利(無担保コールレート・翌日物)と10年債利回り



図表4 . 政策金利の推移(名目、実質)





- ・ 特に、預金者の視点に立つと、金利が低すぎるという印象は拭えないでしょう。また、高齢化社会を迎えて、年金給付や預金の取り崩しで生活する人が増えてくると、低金利に対する不満も高まってくるのではないのでしょうか。
- ・ もちろん、お金を借りている人からみると、金利が低い方が利払い負担が少なくなるので恩恵を受けることになります。預金者の不満があるからという理由だけで金利を上げるべきだという結論にはなりません。経済全体をみてお金という資源の配分が適切に行われるような水準に金利を決めるのが金融政策です。
- ・ ただ、経済全体をみても金利水準が極めて低いので、金融政策を正常化するために金利を少しずつ上げていこうというのが日銀の基本的な考え方です。世界の金融市場の混乱などが影響して金利の引き上げが休止していますが、基本的な考え方そのものは変わっていないと思われます。

お問合せ先 調査部 鈴木 明彦

E-mail : [akihiko.suzuki@murc.jp](mailto:akihiko.suzuki@murc.jp)

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。