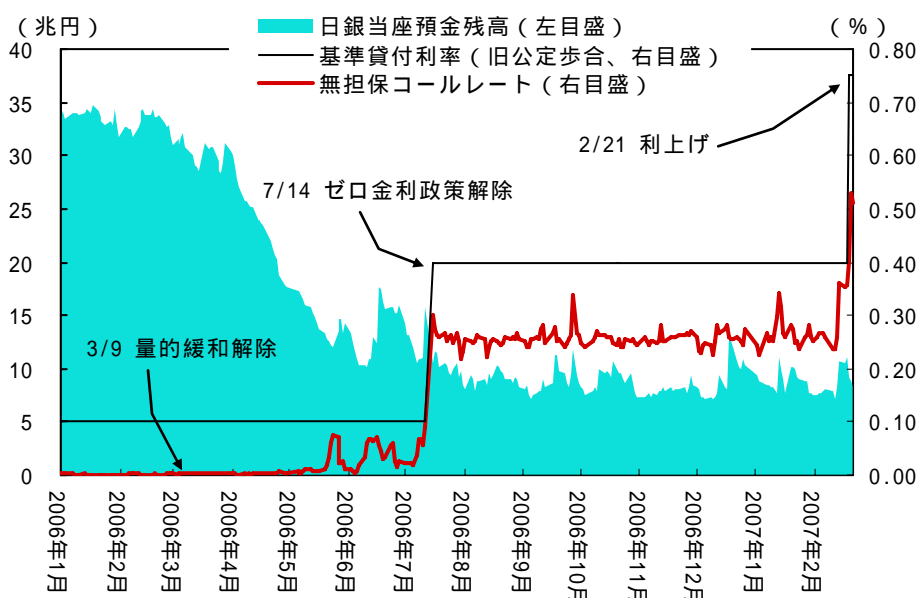


日銀の利上げ

Q1．物価が安定しているのになぜ利上げをするのですか？

- ・ 日本銀行は、2月20日・21日の金融政策決定会合において、政策金利である無担保コールレート(翌日物)の誘導目標を0.25%から0.5%に引き上げることを決定しました。2006年3月の量的緩和解除、同年7月のゼロ金利解除に続く金融政策の変更です。また、無担保コールレートの上限金利の役割を果たす基準貸付利率(旧公定歩合)も0.40%から0.75%への引き上げが決定されました(図表1)。

図表1．政策金利の推移



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

- ・ 利上げ決定の声明文によると、日銀は、景気について、生産・所得・支出が拡大する好循環メカニズムが維持されており、日本経済は緩やかな拡大を続けると予測しています。一方、消費者物価については、基調としては上昇していくと展望していますが、同時に原油価格の動向などによっては、目先前年比ゼロ近傍(横ばい)で推移する可能性があるかと予想しています。
- ・ インフレ懸念がないどころか、目先は物価が低下するかもしれない時に金利を引き上げるとするのは、従来の金融政策では考えられないことです。実際、政府サイドには利上げすべきでないという意見が強かったようです。また、今回唯一の反対票を投じ

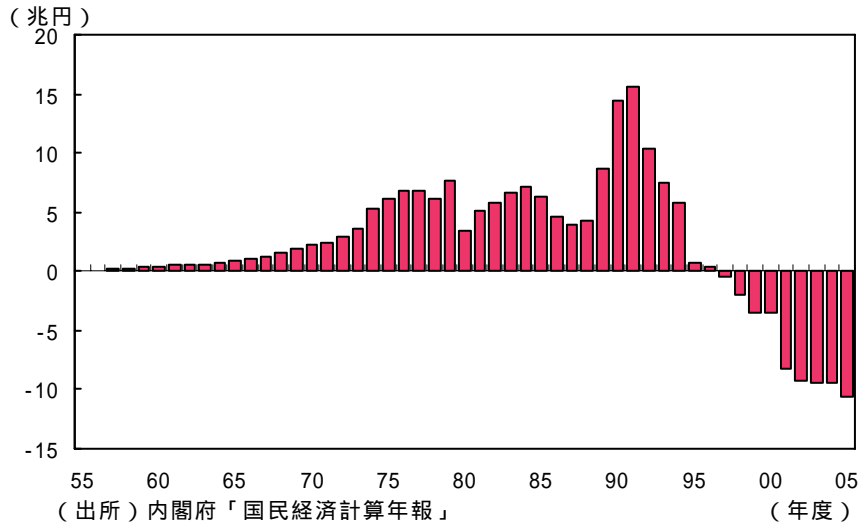
た岩田日銀副総裁は、物価の先行きの見通しが不確実なことをその理由に挙げたようです。

- ・ インフレ懸念もなく、景気の過熱感もなく、資金需要が高まって銀行の貸出が急増しているわけでもありません。たしかに、経済指標を見ている限りは、金利を上げなければいけないという切迫感は生まれてきません。しかし、金利を上げる理由を見つけにくい一方で、金利水準は低すぎるかもしれないのです。バブル崩壊の遺産とも言える超低金利政策を脱して、金利や金融政策を正常化させていく。そういう大きな流れの中の一つのステップとして今回の利上げを理解する必要があります。

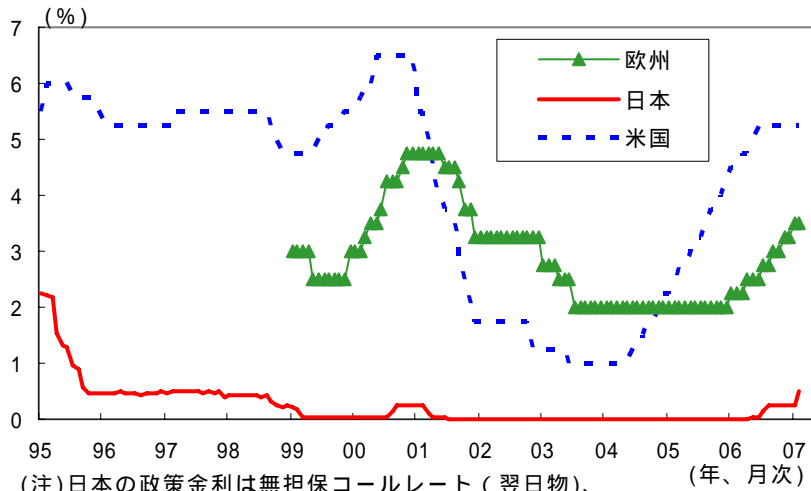
Q2．金融政策の正常化とはどういうことですか？

- ・ バブル崩壊の負の遺産から脱却するために、金融政策はゼロ金利政策、量的緩和政策という緊急避難的な超金融緩和政策を採用していました。これらの政策が解除されてもまだ金利水準は極めて低い状態です。この水準をずっと続けていると、お金という資源を配分する金利メカニズムがうまく働かなくなると懸念されています。
- ・ つまり、金融政策の正常化とは、非常に低い水準にある金利を適正な水準に戻すことです。適正な水準を具体的に示すことは難しいのですが、今の水準が低すぎるのではないかという不満や批判が出てきています。
- ・ まず、預金者の不満です。日銀が行っている「生活意識に関するアンケート調査（平成18年12月調査）」によると、6割以上の方が「金利が低すぎる」と回答しています。ほとんどの人が預金をしているので、「金利が低すぎる」という回答が多くなるのは当然かもしれません。しかし、バブル崩壊後ほぼ一貫して続いていた金利の低下によって、家計が預貯金から受け取る利子は大幅に減少してきました。住宅ローンなどの借入に対して支払う利子を差し引いた、受取利子の超過額は91年度をピークに急速に減少し、97年度以降は支払超過に転じ、超過額が拡大しています（図表2）。
- ・ また、海外からは、日本が金利を低く抑えることによって円安を誘導し、輸出を増やそうとしているのではないかという声も聞かれるようになりました。たしかに、政策金利を0.5%に引き上げたといっても、米国や欧州の政策金利に比べると日本の金利水準がかなり低いことには変わりはありません。日本の物価がほとんど上昇していないことを考慮しても、日本の金利水準は低いと言えるでしょう（図表3）。

図表 2 . 家計の金利収支 (受取利子 - 支払利子)



図表 3 . 日米欧の政策金利の推移



(注)日本の政策金利は無担保コールレート(翌日物)、
 米国はFF(フェデラル・ファンド)レート、
 欧州は主要政策金利(短期オペ最低入札金利)
 (出所)DataStream

Q3．金利が上がると景気が悪くなりませんか？

- ・ 金利が上がると、お金を借りて行う設備投資や住宅投資が抑制されるかもしれませんが。実際、景気が過熱したときに金利を上げて投資を抑制するのが金融引き締め政策です。しかし、ほとんどゼロに近い金利を小幅引き上げても、金利水準はまだ極めて低いと言うべきでしょう。つまり、「利上げ=引き締め」ではないということです。企業の借入金利も、個人の住宅ローンも少しは上がりますが、その影響はかなり限られたものでしょう。日銀は、今回利上げした後も「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境」が続くと考えています。
- ・ 一方、預金金利もわずかながら上がるので、家計の利子の受取が増加します。住宅ローンの金利も上がりますが、図表 2 で見た家計の利子の支払い超過額はやや縮小してくる可能性があります。もっとも、家計にとっての所得拡大効果も限られたものであり、増えた所得がどの程度消費に回るか良く分かりません。個人消費に与える影響もあまりないと推測されます。
- ・ 利上げ決定を受けた金融市場の反応は落ち着いたものでした。短期金利は上昇しましたが、政策金利がこれからしばらく据え置かれるという観測が強まり、長期金利は上がっていません。為替市場では利上げによって円高が進むという思惑もありましたが、利上げ後も日本の金利は欧米より低いままであるとの見方から、円はあまり買い戻されていません。こうした金融市場の落ち着きを受けて、株価は年初からの堅調な推移を続けています。

Q4．これからも利上げが続くのですか？

- ・ 経済や物価の情勢を見ながら、ゆっくりと小刻みに利上げが行われるでしょう。日本銀行は、年 2 回「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」を公表しています。4 月には 2008 年度までを展望した新しいレポートが発表されます。そこでは、おそらく物価安定のもとで成長が持続するという見通しが示されることになるでしょう。そして、需給が少しずつ引き締まってくるにつれて、物価は緩やかながら上昇していくという見解が示されるでしょう。
- ・ 経済成長のメカニズムが続くことを確認しながら、金利が少しずつ引き上げられそうです。日銀は、経済情勢から乖離した低い金利をずっと続けるよりも、少しずつ金利を上げて経済情勢に見合った水準に調整していく方が、金利のメカニズムが働いて資金の流れや配分が適正に行われ、息の長い成長が可能になると考えています。
- ・ 適正な金利水準を考える時は世界的な資金の動きも無視できないようです。日本の金利が極めて低い水準に据え置かれていれば、円キャリー・トレード（低金利の円を借

りて高金利通貨に投資する取引)と呼ばれるような取引が過度に膨らんで、世界市場の波乱要因になるかもしれません。そうした状況を回避するためにも、金利水準を適正なレベルに持っていくという金融政策の正常化が重要になっています。

お問合せ先 調査部 鈴木 明彦

E-mail : 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。