



うえだ・かずお 51年生まれ。MIT博士。専門は金融論。東大名誉教授。元日銀政策委員会審議委員

世界中で中央銀行が政策金利を急速に引き上げている。2021年初めからのインフレ上昇を当初は一時的と判断した結果、引き締めが遅れ、インフレが広範囲かつかなり持続的なものとなったからだ。対照的に日本銀行は長短の政策金利を据え置いたままだ。

日本でもインフレ率はようやく2%を超えてきた。従ってなぜ日銀は外国のように直ちに金利を引き上げないのかという声の一部に聞かれる。しかし問われるべきはこの問いではなく、今回の世界的なインフレ率上昇の波が続くうちに日銀が金利を引き上げるチャンスが訪れるだろうかという点だ。答えは、可能性はゼロではないがそう高くもないというところだろう。

世界的に、金利引き上げに対する強い抵抗が政治サイドからも限定的なため、曲折を経つつもそう遠くない将来、インフレ率は2%に向けて大きく低下していくとみられる。その過程で世界経済は減速、あるいは不況入りの可能性がある。これは日本経済や日銀にと

物価上昇局面の金融政策 ①

植田和男 共立女子大学教授

日本、拙速な引き締め避けよ

ポイント

- 2%インフレの持続的な達成には程遠い
- 円安回避のための利上げは景気悪化招く
- 世界経済の減速が金融政策変更の重荷に

つては逆風となる。

図は代表的な国・地域について、現時点でのインフレ率、食料・エネルギーを除くインフレ率、および6月末時点で市場関係者が予想する22年12月の短期政策金利の21年12月からの引き上げ幅を示している。

日本以外では1%以上の金利引き上げが実行されたか予想されている。インフレ率は目標の2%を大幅に超えている。さらには金融政策にとってより重要な中長期的なインフレ率の姿と

相関が高い食料・エネルギーを除くインフレ率も2%を大幅に超えている。急激かつ大幅な金融引き締めが進められているゆえんだ。

一方、日本ではようやく22年4月からインフレ率が2%を超えたばかりだ。食料・エネルギーを除く基調的なインフレ率は5月時点で0.2%とほとんど上がっていない。2%のインフレ率を持続的に実現するに

追加緩和手段が極めて限定的な日銀にとっては、日本物価を上げるようなショック（今回は食料・エネルギー価格上昇や海外の利上げによる円安）が生じたときに、政策金利を上げないことにより物価上昇を加速させ、インフレ率を目標に近づけることが可能となる。6月の金融政策決定会合での政策据え置き判断は至極当然だった。

だがこうした判断にあたっては再確認や注意を要する点がいくつか存在する。そもそもなぜ持続的な2%のインフレ率を目指すの

追加緩和手段が極めて限定的な日銀にとっては、日本物価を上げるようなショック（今回は食料・エネルギー価格上昇や海外の利上げによる円安）が生じたときに、政策金利を上げないことにより物価上昇を加速させ、インフレ率を目標に近づけることが可能となる。6月の金融政策決定会合での政策据え置き判断は至極当然だった。

この見方からすると、インフレ率の一次的な2%超えて金利引き上げを急ぐことは、経済やインフレ率にマイナスの影響を及ぼし、中長期的に十分な幅の金利引き上げを実現するという目標の実現を阻害する。00年、06年の金利引き上げが長続きしなかったことが思い起こされる。

こうした議論の問題点を以下では2つ検討しよう。一つは円安の負の側面である。国内金利は維持されており、現在の緩和効果は円安を通じるものが出発点になっている。円安は好調な企業決算が示すように、日本経済にプラスの影響を与えていると考えられる。だがプラス効果が少ない層にとつては、ドル建ての食料・エネルギー価格の上昇による悪影響を増幅する。

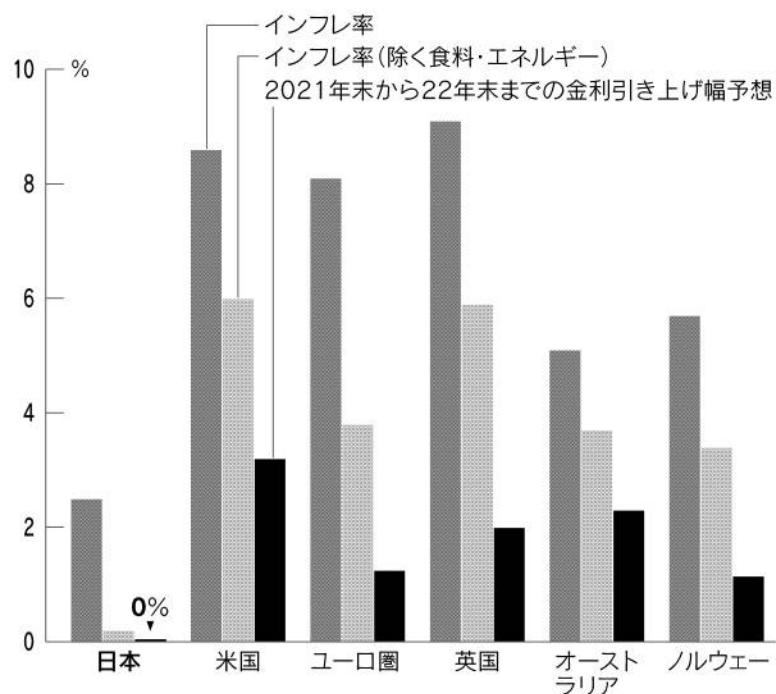
しかし今後、持続的な2%インフレの可能性が一段と高まってくれば、今回のような投機はより大規模に何度も発生すると予想される。難しいのは、長期金利コントロールは微調整に向かない仕組みだという点である。金利上限を小幅に引き上げれば、次の引き上げが予想されて一段と大量の国債売りを招く可能性がある。10年物金利コントロールを7年、5年と短期方向へ動かしていく案も同様の問題を抱えている。

日銀は出口に向けた戦略を立てておく必要がある。これまで1950年代に米連邦準備理事会(FRB)、21年にオーストラリア中銀が中長期金利コントロールから抜け出した例があるが、いずれも一回限りの調整で済ませている。

いづれにしても、多くの人の予想を超えて長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要だろう。近い将来、自然な形で金融政策の正常化が可能となるような持続的な2%インフレに到達するだろうか。足元では家計や企業、さらには債券投資家の期待インフレ率はかなりはつきりと上昇している。持続的なインフレに必須の賃金上昇もここ数カ月は期待感を持たせる動きとなっている。

しかしエコノミストなど専門家の予想するインフレ率は23年後半にかけてせいぜい1%程度だ。その理由は図からも分かるように、現在の日本のインフレ率上昇が、世界的な食料・エネルギー価格の上昇という負の供給ショックに起因する部分が大きいためだろう。米国などにみられるような需要サイドの強い動きによるインフレは、日本では今のところ発生していない。

消費者物価指数上昇率と政策金利引き上げ予想



(注) 金利引き上げ予想はブルームバーグより。オーストラリアの「インフレ率(除く食料・エネルギー)」は豪中銀発表の「trimmed meanインフレ率」

か。それが実現すれば、金融政策も正常化され、政策金利水準は平均的に高くなる。すると何らかの理由で一時的に景気が悪化し、インフレ率が低下したときに金融緩和余地が生まれる。日本経済は過去25年間、こうした余地が極めて限定的だったことで、中長期的な成長についても足を引っ張られた可能性が高い。

より一般的には、現在の異例の金融緩和が微調整に向かない枠組みになっている点にも留意が必要だ。異例の金融緩和を2%のインフレが持続的に見込まれるまで継続すると宣言していることが緩和効果を発揮している。従ってインフレ率

の少しばかりの上昇に対し政策を正常化方向へ微修正すると、一種の約束やぶりになってしまう。そのコストは、見通しが外れて緩和方向へ再修正した場合、中銀に対する信頼低下のため緩和効果も大きく低下してしまうという点にある。