

今後も慎重さが求められる 日銀の金融政策運営

日本銀行は慎重に金融政策の正常化を進めている。もっとも、経済の実態は企業や家計とも需要に力強さが感じられない。またインフレリスク自体も落ち着きつつあるようにみえる。来春にかけての金融政策運営は、各経済主体の動向を注視しながら、より一段と慎重なスタンスが求められる。

緩慢なペースの利上げでも 金融市場に波及

日本銀行は2024年3月のマイナス金利解除以来、金融政策の正常化に取り組んでいる。植田総裁は9月の金融政策決定会合後の記者会見で、「引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」と発言した。24年7月、25年1月にそれぞれ0.25%ポイントずつ利上げを行ってきたが、25年9月の決定会合でも、利上げは見送ったものの9名の政策委員のうち2名の審議委員がさらに0.25%の引き上げを主張しており、日銀が利上げスタンスにあることが確認できる。

今次局面の利上げペースが緩慢であることにはいくつかの理由がある。まず、金利上昇による経済下押しリスクへの懸念である。日銀は9月時点で「景気は一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している」と評価した。一方、先行きについては「各国の通商政策の影響を受け、(中略)成長ペースは鈍化する」とみており、下振れリスクへの警戒と経済の回復力への配慮がうかがわれる。

また、異次元緩和からの反転という特異な環境のなかで、政策金利の最終到達点を探りながらの政策運営を強いられている点も挙げられよう。日銀が示す自然利子率の推計値には-1%~+0.5%の幅があり、物価安定目標である2%を加えた中立金利は1%~2.5%だ。まずは、現状の0.5%から、その下限(1%)を目指すとしても、量的緩和の縮小を進める下で、政策金利の変更が長期金利を含めた金融市場に不要の混乱を引き起こさないよう慎重になっているという面もあろう。

植田総裁は利上げの影響を「金利から経済」「経済か

ら物価」の二段階に分ける考えを示している¹⁾。一般的に政策変更の影響が物価に至るまでに1~2年かかるとされる²⁾中、今現在、政策効果がその経路のどこまで波及し、その効果の大きさはどれくらいかということを確認することは日銀の政策判断を理解する上で有用である。

第一段階(金利から経済)では、政策金利の上昇が貸出金利の上昇をもたらし、需要(設備投資や住宅投資など)を減らして経済活動や雇用を抑制して需給ギャップを悪化させる。その後、第二段階(経済から物価)では需給ギャップの悪化がフィリップス曲線³⁾に沿って物価上昇率を低下させる。これらの過程と並行して家計や企業のインフレ期待が低下し行動変容が生じる効果(フィリップス曲線を下方シフトさせる効果)も期待される。

日銀が24年7月に政策金利を0.25%に引き上げてから一年強、0.5%としてから9か月が経過し、一般的には物価に効果が現れる頃合いだが、実際には第一段階の途中であるようにみえる。確認できる効果として、金融機関の貸出金利が上昇し、企業から見た借入金利の水準は利上げごとに切り上がっている⁴⁾ほか、金利が高すぎると感じる家計の割合も緩やかに増えている⁵⁾点などが挙げられる。

企業の設備投資についてはどうか。日銀は9月に「緩やかな増加傾向」と判断し、10月の短観でも過去10年間の平均並みの設備投資(除く土地)増加率が示され、金利上昇の影響は確認できない。しかし、金融機関からみた資金需要をみると、特に銀行借入に設備投資資金調達を依存している中小企業の需要鈍化が確認される。

家計の住宅投資は、日銀も9月に「弱めの動き」と判断している。もともと人口動態の影響もあり、需要はそれほど強くはないが、「住宅ローン向け資金需要減少の

NOTE

- 1) 植田総裁「金融政策の基本的な考え方と経済・物価情勢の今後の展望—内外情勢調査会における講演」日本銀行（23年5月19日）。
- 2) 政策のラグは景気循環の局面や金利水準によっても異なると考えられる。
- 3) フィリップス曲線は、CPI（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比と、需給ギャップ（2四半期先行）の関係を示したものであり、一般に需給ギャップがプラスに大きくなれば、CPI前年比上昇率が高まる関係がみられる。切片が小さくなると（下方シフト）経済の需給バランスが0であるときに実現されるインフレ率が低下していることを示す。
- 4) （出所）日本銀行「短観」＜25年10月＞。
- 5) （出所）日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」＜第102回調査＞。
- 6) ローン需要は企業と家計のいずれも日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」＜25年7月＞。
- 7) 家計調査（24年）によると家計の消費支出における食料品の割合は、平均で28.3%、最も割合が高い70歳以上で31.1%、最も割合が低い29歳以下は23.7%。
- 8) 政策金利は月中平均。直近9月の実質金利は、8月の総合インフレ率によって実質化している。

最も大きい要因として貸出金利の上昇」が指摘されている点を見逃してはならない⁶⁾。

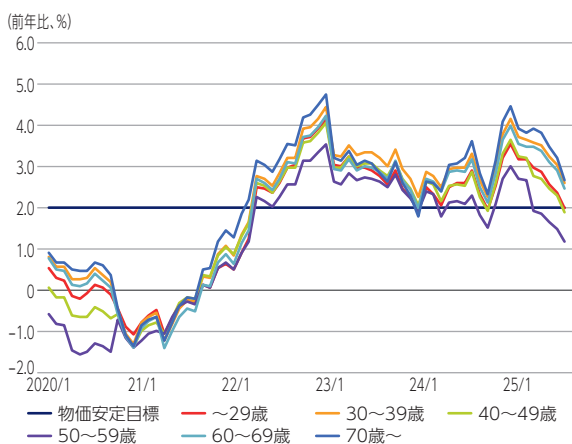
現段階ではGDP（第2四半期）の設備投資や住宅投資は減少しておらず、利上げの影響は需給ギャップを悪化させるほどには実体経済に波及していないが、先行きについては上記の動きを注視すべきだ。

需給ギャップを悪化させない利上げに留める必要

今後の利上げは投資に波及した後、雇用や消費の抑制に及ぶだろう。しかし、需給ギャップをマイナス方向に誘導して物価を抑制することは、現在の経済情勢に照らして望ましくない。

高齢者層の生活を圧迫する食品の価格上昇は最大の懸念点⁷⁾だが、供給面のインフレ圧力であるため利上げでは抑制できず、金融政策以外で対応する必要がある（図表1）。また、持続的な利上げに付随する円高は輸入インフレを抑制するが、既にドル円レートが前年比でみる

図表1 世帯主年齢別でみたCPI



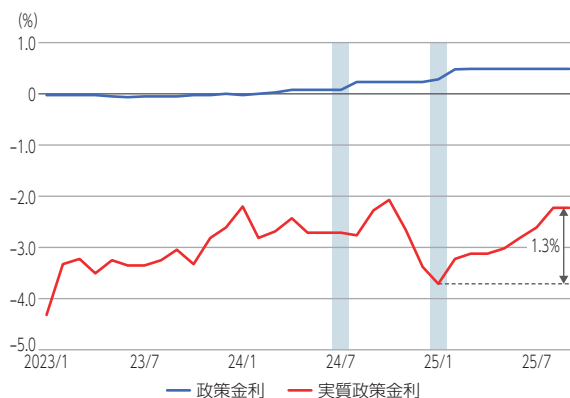
（出所）総務省統計局（消費者物価指数、家計調査）を基に野村総合研究所作成

と、むしろマイナス（物価抑制）方向で推移しており、先行きのインフレ要因とはならない。

金融政策ではサービス物価やコアCPIの抑制が主眼になるが、9月の都区部CPIはいずれも大きめに上昇率が鈍化している。

こうした中で、このところのインフレ率の低下は日銀が重視する実質金利の緩やかな上昇をもたらしており（図表2）⁸⁾、年始から1.3%ポイント分の利上げと同様の影響があるとみることもできる。前述の通り水準としては依然として緩和的だとしても、こうした影響も慎重に見極めながら、当面は需給ギャップをプラス圏内に維持できる程度の利上げに留め、投資や消費の明確な回復を待つことが望ましい。

図表2 実質政策金利



（出所）日本銀行、総務省統計局の統計を基に野村総合研究所作成

Writer's Profile



石川 純子 Junko Ishikawa

金融イノベーション研究部
エキスパートリサーチャー
専門はマクロ経済分析、中央銀行の政策
focus@nri.co.jp