

2008年の金融政策を考える視点

主任研究員 南武志

日本銀行は2006年3月に約5年に及んだ量的緩和政策を解除してから、「金融政策の正常化」の下、利上げのタイミングを探り続けてきた。このため、金融市場の参加者は、緩やかながらも経済・物価情勢の改善が続くのであれば、日銀は半年に1回程度のペースで利上げを行うのでは、と想定していた。しかし、07年夏に米サブプライム問題が表面化し、世界的に金融資本市場が大きく混乱したことで、インフレ警戒姿勢を続けてきた欧米中央銀行が金融不安の解消に、大量の流動性供給を続ける事態となっている。

こうした情勢の下、同問題が国内金融機関や国内経済へ与える直接的な影響度は小さいとはいえ、日銀が独自の判断で利上げできる状況ではなくなっている。加えて、バーナンキ議長など米連邦準備制度（FRB）関係者は、08年前半まで米国経済の減速が続くとの見方を示すなど、経済成長の大部分を輸出に依存する日本経済にとっては、慎重に見極めねばならない点が多い。

当総研では、今回の利上げ時期を「早くとも08年7～9月期」と想定しているが、以下では、当面の金融政策を考える材料について考えてみたい。

1 次期総裁人事の行方

08年初頭の金融政策を巡る最大の注目点は、次期総裁人事の行方であろう。日銀の総裁・副総裁の任命には、衆参両院の同意が必

要であるが、07年夏に行われた参院選の結果、「国会のねじれ現象」が生じており、予断を許さない。金融市場では、次期総裁含みで日銀に送り込まれたとされる元財務次官の武藤敏郎・副総裁が昇格するとの意見が依然有力であるが、民主党はかつて元官僚ということで就任に難色を示した経緯もある。

ちなみに、諸外国の中央銀行をみると、バーナンキ米FRB議長、キング・イングランド銀行総裁、フィッシャー・イスラエル銀行総裁など、経済学者が就任する例も多い。こうした観点から、元審議委員の植田和男・東大大学院教授や経済財政諮問会議民間議員の伊藤隆敏・東大大学院教授らを候補者として挙げる意見もある。

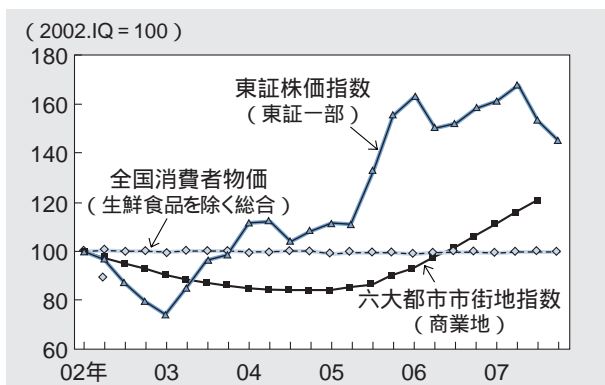
いずれにせよ、新任の日銀総裁には、日本経済を「物価安定の下で持続可能な成長経路」に導く手法について、国民や金融市場にきちんと説明できる資質が必要であろう。

2 物価安定と金融政策

国際商品市況における穀物・原油などの高騰から食料品やエネルギーの値上がり本格化し始めている。07年初頭から前年比下落傾向が続いてきた消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）も07年10月分ではようやく前年比プラスに転じている。

日銀は政策運営に当たって「中長期的な物価安定の理解」を示しており、全国消費者物価でみて前年比0～2%（中心値1%）であれ

第1図 一般物価と商品・資産価格の動向



資料 総務省, 日本不動産研究所, 東京証券取引所の各統計より作成

ば、安定的な物価動向であると政策委員が判断する、としている。しかし、日銀はこれまで「物価安定の理解」とほぼ無関係に、政策判断の実施や政策変更の意向提示をしてきた。ちなみに、より需給環境を反映する物価指標として欧米では一般的な「食料・エネルギーを除く総合」は引き続き前年比割れ状態であり、日銀として「物価安定の理解」をどのように位置づけているのか、説明不足であるとの意見も多い。

3 バブルと金融政策

米サブプライム問題は、住宅バブルに起因しているが、それを引き起こしたのは低金利政策が長引いたからであるとされている。金融政策はバブルに対してどう対処すべきかを考えてみたい。

中央銀行は資産価格に対してどのような対応をとるべきかについては、議論が分かれるところである。一般的に、インフレファイターであった独ブンデスバンクなど欧州の中央銀行では、バブルの発生を未然に防止すべく行動しているように思われる。日本では、80年代後半のバブル発生については、プラザ合

意(85年9月)後の円高不況対策の一環として採られた低金利政策の長期化が一因となつたとされる。なお、その反省もあって90年代初頭には積極的なバブル潰しを行ったが、その後の金融緩和のスピードが遅かったことが「失われた10年」と呼ばれる経済停滞を招いたと批判されることも多い。

また、バブルと金融政策のあり方を巡っては、日銀関係者から「物価安定下でもバブルは発生しうる」との発言が繰り返されているが、展望レポートでも低金利が長期化することによってバブルが発生するリスクを明記するなど、20年前の反省をこめて、バブル発生を未然に防ぐ方針が示されている。

一方、株価急落などの非常事態時に際してとられた利下げ措置をオプションに擬^{なぞら}えて命名された「グリーンスパン・プット」という言葉があるように、グリーンスパン前・米FRB議長は「バブル現象は金融市場においては不可避であり、かつ資産価格上昇がバブルであるかは事前に分からない」との認識から、バブルが崩壊した際に被害が最小限に食い止めるような政策対応をすべき、との考えが有力である。

以上の2、3からは、日本銀行は、目前の「デフレ」よりも、見えない「バブル発生」の阻止を優先した政策運営を行っているかのように見える。しかし、過去10年間、3%台の名目成長率を一度も達成できていないという異常事態を再認識すべきであろう。「企業から家計への波及」の遅れなど、デフレの弊害を十分理解し、そこから脱却させることこそ、金融政策の最優先課題であると考える。

(みなみ たけし)