



2013.12.27

世界的ディスインフレが促す日銀「次の一手」

市場調査部長 長谷川克之

米緩和縮小の裏で「ディスインフレ」への警戒強める

全世界的に、歴史上まれにみる異例の超金融緩和が長期化している。景気の回復が緩やかであるだけでなく、インフレ圧力が微弱にとどまっているからだ。

米国では、FRB(連邦準備制度理事会)によるQE3(量的金融緩和)の段階的縮小が、2014年1月から始まる。しかし、量的緩和そのものは当面続き、政策金利を実質ゼロ%近傍にとどめる超低金利政策はさらにその先まで続く。FRBが重視する物価指標「個人消費支出デフレーター(コア)」は、前年比1.1%(13年11月)と低位で推移しており、長期的な目標水準である2%には遠く及ばない。金融緩和維持の裏側に、趨勢的にインフレ率が低下する「ディスインフレーション」への警戒がないといえれば嘘になるだろう。事実、FRBはQE3縮小と同時に、現行の政策金利水準を据え置く時間軸、いわゆるフォワード・ガイダンスを強化し、「失業率が6.5%を下回っていてもインフレ率が2%を下回っている限り」金利を据え置くとしている。これでは実質的には金融緩和を縮小したのか、強化したのか、わからないほどだ。

欧州に目を転じると、ECB(欧州中央銀行)もディスインフレ、ひいてはデフレへの警戒感を露わにしている。ユーロ圏全体の消費者物価上昇率は前年比0.9%(13年11月)と、やはりECBが目標とする2%には届かない。デフレが続くギリシャだけでなく、相応の経済規模を有するスペインでも物価上昇率はゼロ%近傍まで急降下。ECBにとってデフレは他人事ではなく、「今そこにある危機」といえる。金融市場では、ECBによる追加緩和観測が根強く存在し、国債市場が各国で分断されているユーロ圏では「禁じ手」ともいえる量的緩和やマイナス金利政策の可能性も取り沙汰されている。

一方、新興国はどうか。確かに、インドやインドネシアなどインフレへの警戒を怠れない国は少なくないが、世界第2位の経済大国である中国では生産者物価の下落基調が続いている。消費者物価こそ比較的安定して推移しているが、過剰生産・過剰投資を抱える企業は採算を度外視した安値攻勢をかけており、その影響は中国国内にとどまらず世界に波及している。世界経済を見渡せば、米国やユーロ圏の先進国にとどまらず、中国も含めて、ディスインフレないしデフレの兆しがある。

世界的に物価上昇が鈍い「3つの理由」

では、どうして世界的に物価上昇が鈍くなっているのか――。

まず第1に、循環的に見た場合の世界的な需給ギャップの残存である。一般的に、一国経済における需要と潜在的な供給力の差を示す需要ギャップは、インフレ率との相関が高いとされる。日本経済が需要

不足にある(負の需給ギャップを抱えている)ことは広く知られているが、需給ギャップがマイナスであるのは日本に限らない。推計方法の違いや推計誤差があることには留意が必要だが、OECD(経済協力開発機構)の統計によれば、米国やユーロ圏での需給ギャップは日本以上に大きいほか、「先進国クラブ」といわれるOECD加盟国でも全体として、09年以来一貫して巨額のマイナス状態が続いている。

第2に、米国やユーロ圏、中国といった巨大経済圏における構造調整が成長期待の下方修正につながり、デスインフレ圧力として作用していると考えられる。米国経済は家計のバランスシート調整がようやく終盤を迎えつつあるが、ユーロ圏では債務問題を契機とした財政と金融の収縮が未だにやまない。中国も高成長路線からの転換を迫られるなか、金融危機後の過剰投資の後遺症に見舞われている。

そして第3に、ITを活用した技術革新による生産性の向上も、デスインフレ要因として効いているのではないかと考えられる。とりわけ、生産技術の革新も手強い製造業の復権が指摘される米国では、経済学が教える供給曲線が生産性の向上に支えられる形で右下方にシフトし、デスインフレにつながっている可能性がある。シェール革命によるエネルギー投入コストの低下や、ビッグデータの活用による業務工程の革新なども、経済全体での生産性向上をもたらし得るものだろう。

劇場型金融政策において重要性を増す「戦略」と「戦術」

翻って日本では、コア消費者物価指数の上昇率が1%近傍まで上昇し、1990年代後半から15年以上続いてきたデフレからの出口がようやく見えてきた。ただし、みずほ総合研究所は、日本銀行が物価安定目標として掲げる「2%のインフレ率を2年で達成」することは困難と見ている。前述のような物価をめぐるグローバルな環境は、日銀にとって目標達成のハードルがいかに高いものであるかを示すものともいえる。

その高い目標に少しでも近づくためには当然、「戦略」と「戦術」が重要となる。今や金融政策においても、企業経営や国の政策運営と同様に、戦略という言葉が頻繁に使われる時代である。生身の巨大かつ複雑怪奇な経済・市場と対峙する金融当局にとっては、金融政策の効果を最大限に発揮させるための戦略的な発想が欠かせない。

その第1の戦略が「コミュニケーション戦略」だ。「異次元緩和」「2年で(国債保有を)2倍、目標は2%」と訴求力を追求した日銀の戦略は功を奏した。量的・質的金融緩和策の発表直後に乱高下した国債相場は、日銀による市場とのコミュニケーション拡充も手伝い、現在は比較的安定して推移している。

今や金融政策は洋の東西を問わず、お茶の間話題にもなるほど注目されており、「劇場化」している側面もある。それだけに、政策運営の大きな転換点や金融市場に混乱が生じた際には、中央銀行家の大胆な「ファイティング・ポーズ」が有効となってくる。黒田日銀総裁の「デフレ脱却のためには何でもする」、あるいはドラギECB総裁の「ユーロ防衛のためには何でもする」という強いメッセージは、市場をどれだけ勇気づけたであろうか。米国ではFOMC(連邦公開市場委員会)の下に小委員会が設置され、コミュニケーション戦略を専門に議論しているほどだ(委員会を指揮したのがイエレン次期FRB議長である)。

もちろん、劇場型金融政策においては「大胆さ」だけでなく、細心にして微細な配慮も欠かせない。市場とのコミュニケーションでは、まず金融緩和の本気度を示す「時間軸効果」をいかに維持・強化していくかが重要である。例えば、日銀が示すマネタリーベース(供給する通貨量)や、そのバランスシートの見通し期間は14年末までにとどまっているが、今後は目標達成までは期限を切らないオープン・エンド型の資

産購入計画なども、選択肢として検討されてよいのではないだろうか。

一方、2%という目標を測る物価指標のあり方も、戦術としては重要な論点だ。日本では生鮮食品を除く総合消費者物価指数が「コアCPI」として重視されているが、生鮮食品に限らない食料全般やエネルギーを除いた物価を「コア」と位置づけることが一般的な諸外国との整合性や、エネルギー価格の上昇に直面している日本経済の現状を考慮すれば、コア指数の位置づけを見直す機は熟しつつあると考えられる。

そうしたなかで4月に実施される消費税率8%への引き上げは、中央銀行にとって悩ましい問題だ。消費税率引き上げは、14年度の消費者物価を2%程度押し上げると見込まれている。エコノミストや市場関係者が物価の基調を判断する際に、消費増税の影響を注視するのは当然だが、増税による物価高と自ずと日々向き合わざるを得ない市民目線では事情が異なってくる。増税による価格転嫁はどれくらい進むのか、インフレ期待はどう変化するのか、額面の物価が上昇するなかで国民への説明責任をどう果たすのか……、仮に日銀が4月以降に政策行動を起こすとしたら、その際に考慮すべき変数は3月以前と比べて格段に増えることだけは確かだ。

日銀の金融政策運営の「真価」が問われる局面も

第2の戦略が、総合的な経済政策運営の見地からの「国内戦略」だ。好むと好まざるとにかかわらず、日銀は現実的に国の国債管理政策の一翼を担っている。日銀は毎月の新規国債発行額の約7割の規模に相当する長期国債を市場から買い入れており、一步間違えれば財政赤字のマネタイゼーションとの^{そし}誹りを免れ得ない。

政府は、14年末頃までに、15年10月に予定されている消費税率10%への再引き上げの実施可否を決めることになる。4月の消費税率8%への引き上げの悪影響を極小化し、年後半にかけて景気の回復実感を高めることによって税率再引き上げを無事決定できるかどうかは、国債相場の安定に欠かせない財政規律の堅持という観点からも、14年度の経済政策の運営上、最大の焦点となる。先般決定された「好循環実現のための経済対策」も、そうしたことを念頭に入れたものだ。金融政策・財政政策・成長戦略の「3本の矢」を総動員した一体的な政策対応が求められるなかで、日銀としては政治の動きに呼応する一方、いかに政治の圧力を受けない形で能動的に動くか、戦略的な発想が重要となってくる。

そして第3の戦略が、グローバルな金融市場や海外金融当局の動きも見据えた「国際戦略」である。米国が量的緩和の縮小を進めるなか、日本の金融緩和は円安を加速しかねない。緩やかな円安は日本経済にとってプラスの効果をもたらすが、その水準やスピード次第では円安の「負の側面」が顕在化しかねない。いわゆる投機筋の円売りポジションが急激に拡大しているが、金融市場で円は資金調達通貨として位置づけられ、世界市場への流動性供給の源泉となっている。逆にいえば、日銀の一挙手一投足に世界の金融市場が注目しているのだ。また、円安に対する批判は、とりわけ日本の近隣諸国やユーロ圏で根強い。諸外国に対して説明責任を果たし、理解を得ながら強力な金融緩和を継続していくことが肝要だ。

14年1月には日銀による物価安定目標の導入から、そして春先には黒田総裁就任と量的・質的金融緩和の導入から、それぞれ1年が経過する。日銀にとっては、この間の日本経済の状況や自らのバランスシート推移は、ほぼシナリオどおりの順調な展開だろう。しかし、今後予想される国内外の経済・金融環境の変化は、日銀の金融政策運営上の「戦略」「戦術」の重要性がますます高まるものになるはずだ。(了)