

2022年11月15日

日本経済・金融政策の現状と見通し

白井 さゆり (Sayuri Shirai)

日本経済は緩やかな回復基調にある。2020年の新型コロナウイルス感染症危機で大きく落ち込んでから浮き沈みを経験した後、昨年の10～12月期からようやく経済活動の緩やかな回復が続いている。今年4月以降はサービスを中心にさらに経済活動が広がっている。

国際通貨基金（IMF）の直近の世界経済見通しによれば、来年の成長率も1.6%が見込まれており、今年の成長率予想とほぼ同じである。欧州ではドイツやイタリアなどマイナス成長が予想されており、米国も場合によってはマイナス成長の可能性が否定できない中で、日本は回復を続けそうだ。

しかし、日本経済の実態が強いわけではない。日本の実質国内総生産（GDP）は過去最大となった2018年水準をまだ超えていない。前述した成長率では2023年によろしく2018年水準を回復する程度である。他の主要国・地域の実質GDPを2019年から見てみると、米国は内需の強さもあって既に2019年を大きく超えており、例外的な強さを示してきた。ユーロ圏、英国、中国の現在の水準はいずれも2019年と大差ない。日本はそうした国・地域よりも一段と回復力の弱さが目立つ。

日本の景気回復力の弱さは、潜在成長率が1%を切っていることも影響している。様々な危機に脆弱で、強くりバウンドする回復力も持ちにくい。少子高齢化（働き盛りの労働人口の減少と総労働時間の減少）に加え、設備投資が緩慢で資本ストックの蓄積があまり進んでいないことが原因だ。

実際の国内総生産（GDP）と潜在GDPの差を示す「需給ギャップ」は2019年からマイナスの領域にあり、まだ需要不足の状態が続いている。実質消費は緩やかな回復が続いているが、コロナ危機前の水準を下回っている。中でも、食料消費はコロナ危機以降に減少しており、耐久消費財は巣ごもり需要で一旦は大きく伸びたが、現在では減少している。サービスはかなり落ち込んだ状態からようやく改善しつつある状態で、しばらくは観光・娯楽を含むサービス産業で緩やかな回復が続くと見込まれる。

なぜ日本のインフレは低いのか

世界のインフレ率は、大きく上昇している。主因はエネルギー価格の高騰にあるが、食料価格がその後を追う。2021年からのコモディティ価格高騰に加えて、2022年にはウクライナ戦争や中国のゼロコロナ対策が続いてきたことなどが重なったことが要因として挙げられる。

米国のインフレ率はガソリン価格の下落もあって7月から低下しつつあるが、直近では7.7%とまだ高い。求人件数は多く極端な人手不足もあって賃金上昇圧力も依然として高い。企業は利益を維持するために需要が回復しつつあるサービス産業を中心に販売価格を引き上げている。

一方、欧州のインフレの原因は圧倒的にエネルギー価格の高騰にあり、通貨安も重なってインフレ率は高い。ユーロ圏の直近のインフレ率は10%近くにもなり、中でもロシア産ガスに大きく依存してきたドイツやイタリアは各々10.4%と12%近くに達している。英国のインフレ率も10%を超えている。欧州のインフレ率も今後しだいに低下していくが、米国よりもインフレの収束には時間がかかる。いずれにしても欧米諸国が2%インフレ目標に戻るのに2~3年はかかりそうだ。

欧米と対照的に、日本のインフレ率は現在3%と低い。日本銀行が参考にする「生鮮食品を除くインフレ率」と「生鮮食品・エネルギーを除くインフレ率」は、各々3%と1.8%だ。ここから日本のインフレはエネルギーが主因であることがわかる。年初来進む円安も輸入物価を押し上げてインフレ圧力に拍車をかけている。

食料品や石油製品について企業物価と消費者物価の関係を見ると、石油製品は比較的早くから消費者物価にある程度転嫁がなされてきており、食品はラグを伴って転嫁されつつあることが分かる。

ではなぜ、日本のインフレ率は、欧米と比べて低いのだろうか。世界の中央銀行の多くは国際商品価格の影響を受けやすい「全食料やエネルギー」を除くコアインフレ率を重視する。欧米ではこれらの指標を見てもインフレ率は5%以上となっており、幅広い項目で物価上昇が見られている。一方、日本の場合、サービスのインフレ率が0.2%とほとんど上昇していない。全食料とエネルギーを除いた「欧米型コアインフレ率」は、わずか0.9%だ。日本銀行の2%インフレ目標をかなり下回っている点が欧米との違いだ。

サービス価格が低迷しているのは、外食産業以外はほとんど上昇していないからだ。電気料金などの上昇によってサービス産業の企業経営は負担が重くなっていると思われるが、家賃、医療福祉、教育などのサービス価格や通信料金など多くの項目の価格が上昇していない。欧米のようにサービス全般の価格が軒並み上昇していない分だけ、日本の家計負担は低所得者を除けば相対的に和らいでいるのが現状だ

世界のエネルギー価格や食料価格はまだ高い水準にあるもののピークからはかな

り低下しているのです、今後その影響は 2023 年春頃に日本でも徐々にインフレ率の低下となって現れてくるであろう。

円安と米国の金融政策の行方

円安圧力は、主に米国との金利差やドル指数の全般的な上昇によるところが大きく、日本貿易収支の赤字への転落も影響している。購買力平価で見ると極端な円安となっている。

今年 11 月 2 日の F R B の連邦公開市場委員会 (F O M C) で政策金利 (フェデラルファンドレート) を 4 会合連続して 0.75% 幅の利上げペースを維持して 3.75~4% とした。記者会見でパウエル議長が「利上げ後の最終金利水準は 9 月に公表した F O M C メンバーの見通しよりも高くなる」と指摘したことを受けて、長期金利が上昇した。その後、10 月雇用統計の発表で失業率が 3.7% へ幾分上昇し、同月のインフレ率が市場予想よりも低い 7.7% だったことから利上げ幅が緩やかになるとの見通しに変化し幾分ドル安が生じている。現在では、次回 12 月会合でそれまでの利上げ幅より小さい 0.5% 幅の利上げを実施し、2023 年 9 月頃までに 5~5.25% へ引き上げられ、同水準を年内は維持するとの市場見通しになっている。

米国のインフレ率や長期金利の動向が予想しにくいため、しばらく米国の株価やドル円の為替レートも不安定な状態が続くことになる。5% 以上の利上げがなされると米国経済が 2023 年にマイナス成長に陥る可能性があるため市場は懸念を深めている。このことは米国国債の利回り曲線 (イールドカーブ) の逆イールド化が一段と進むことを意味している。逆イールドとは、短期金利は金融引き締めを反映して上昇するが、長期金利は景気後退懸念などを反映してあまり上昇しないため、長短金利の逆転が起きる現象のことである。円ドル為替レートは日米の政策金利差よりも 10 年金利差の影響が強いため、政策金利の最終引き上げ水準が来年に明らかになれば円安圧力は弱まるとみられる。

日本銀行はアウトライヤーなのか

日本銀行の金融政策については国内外のメディアから「アウトライヤー (外れ値) 」だと指摘されることが多い。多くの中央銀行が利上げをしている中で日本だけが低金利政策を続けていることを指している。たしかに日本と同程度のインフレ率で今年 2 回利下げを実施した中国を除けば、ユニークな状況にある。

しかし前述したように、欧米型コアインフレ率は 2% を超えていない。長期インフレ予想の上昇も懸念するほどではない。家計・企業の長期インフレ予想は大きく上昇しているが、3 年先や 5 年先のインフレ予想は 1 年先のよりも低い指標が多い。市場ベースの長期インフレ予想 (ブレークイーブンインフレ率やインフレスワップレートなど) は 2% をかなり下回っている。

つまり、日本のインフレ動向は、欧米のように需要を抑制してまでインフレを抑えこむための利上げが必要な状況にはないように思われる。物価安定を中心にした金融政策判断としては異質な判断をしているとまで言えないのではないか。仮に、インフレ率がさらに上昇を続けてインフレ基調が2%を大きく上回る場合には、金融政策の調整を検討する可能性は高まるかもしれない。

日本銀行の金融政策の行方

日本銀行は政策の柔軟性を高めるためにこれまで手を打ってきており、2018年に10年金利について変動幅上下0.2%を明示的に導入し、2021年にそれをさらに上下0.25%に引き上げてきた。そこからさらに変動幅を幾分引き上げて柔軟性を高めていくことは、これまで実施してきた政策の延長線上にある。それは利上げというよりも、政策の柔軟性を高めることが目的である。金融政策は景気循環に合わせてある程度メリハリがある方が金融政策の効果が高まり、債券市場の機能も改善する可能性がある。

しかし、現在は、米国のインフレ率や利上げの最終水準について不確実性が高く、世界的にも金利上昇局面にあるため、日本銀行はアクションをとることに慎重になっていると思われる。日本でも30年金利は年初来上昇して現在は1.5%前後に達しており、2013年以降で初めて明確な上昇トレンドを示している。こうした状況下で柔軟性を高めることは超長期金利の一段の上昇につながる可能性もあって、物価情勢が大きく変わらない限りは現状維持を続けていく構えのようである。柔軟性を高めるタイミングについては、当面は想定していないと思われるが、2023年に米国の金融引き締めと債券市場が落ち着けばタイミングを探る局面になるかもしれない。その際には、市場との対話を丁寧に図りつつ、慎重に判断していくこともありうると思われる。

白井 さゆり (Sayuri Shirai)

慶應義塾大学 総合政策学部教授

コロンビア大学大学院より経済学博士号取得。国際通貨基金（IMF）エコノミスト、慶應義塾大学総合政策学部助教授、同大学教授、パリ政治学院客員教授を経て、2011年4月～2016年3月日本銀行・政策委員会審議委員。2016年より現職。2019年にアフリカ・ザンビア国財務大臣付きマクロ経済政策アドバイザー、2022年にアジア開発銀行研究所サステナビリティ政策の顧問や企業のアドバイザーも兼任している。

本稿に示された見解は、著者の見解であり、経済広報センターの立場を示すものではありません。

一般財団法人

経済広報センター

FAX: 03-6741-0032 E-mail: platform@kkc.or.jp