

## 時論

### 「大胆な金融緩和」の成否を左右する諸要因

政府と日銀は、デフレ脱却を目指して連携を深める旨の共同声明を発表し、日銀は消費者物価上昇率2%の早期実現を図るとする物価目標を設定した。「共同声明」や「物価目標」といったイベントの画期性が強調されがちだが、金融政策の効果波及経路の考え方に少なからぬ転換があったことも押さえておきたい。

これまでの日銀が説明してきた波及経路は、超低金利が長期に渡って続くとの期待を醸成することで、企業投資や家計支出を促して需要と所得の好循環を生み出し、これによって需給ギャップが縮小し、結果として物価が上がり、デフレ期待も解消することを目指すものであった。

一方、アベノミクスにおける「大胆な金融緩和」の考え方は、ややラフに表現すれば、人々に近い将来物価は上がるとの予想・確信を持たせることを政策の起点に据え、それが自己実現する状況を作り出そうというものである。すなわち、日本経済低迷の最大の要因はこの国全体を覆うデフレ期待であるとし、デフレ期待をインフレ期待に反転させることが中央銀行の本来的使命であるとの論に基づき、日銀に一定のインフレ率達成を確約させることとした。

企業・家計が日銀の確約履行を信じてインフレ期待を抱くようになれば、退蔵されていたマネーは様々な財・サービス・資産の購入に向かい、信用創造が高まり、金融市場では為替円安・株価上昇が起り、設備投資・個人消費・輸出が増加して需給ギャップが縮小し、実際に物価が上がり始め、名目成長率が高まって税収も増え、財政再建の道筋もつけられる—という政策のトランスミッションを目指している。

庶民的感觉からすれば、「デフレから脱却できるかどうかは、あなたがそう信じるかどうかにかかっています」と言われているようなものだが、期待がマクロパフォーマンスに有意な影響を与えることは経済学の教科書上の空論ではなく現実に起こりうることであり、リーマン・ショック後、デフレの淵から持ち直した米国におけるFRBの実績もある。

ただ上記のような具合にうまく事が運ぶかどうかは、下記のような要因によって左右されよう。

第一は、日銀のコミットが企業・家計の物価見通しを誘導することができるかどうか、という点である。企業や家計の物価見通しの最大の形成ファクターは日々直面する製品・仕入価格や店頭の小売物価であり、これに為替相場や国際商品市況等多種多様なものが加わると考えるのが自然であり、日銀の物価目標という新たなファクターがどれほど影響力を発揮できるのかは定かでない。

第二は、デフレ期待が払拭できたとして、企業や家計が日本経済の成長力・競争力向上につながる投資・支出を増やすかどうか、という点である。

老後や雇用への不安、所得の伸び悩みに直面している家計が、物価上昇を視野に入れた際には、

財布の紐をむしろ締めるかもしれない。企業の設備投資は国内の物価見通しよりも中期的な期待成長率に左右されようし、設備投資を増やすとしても市場成長率が高い海外に軸足が置かれるのではないか。

また、インフレ期待の高まりによって、貴金属・不動産・株式などインフレに強いと言われる資産の購入意欲が煽られ、これらの価格のバブル的上昇あるいは乱高下という不健全な状況を生み出す懸念もある。

第三は、為替円安が景気にプラス要因となるかどうか、プラスの作用が持続的なものになるかどうか、という点である。

貿易におけるドル建て決済比率は輸出では約5割（円建ては約4割）、輸入では約7割（同約2割）である。円安による輸入金額の増加は輸出金額の増加を上回り、海外への所得流出が拡大して景気全体にはマイナスとなるかもしれない。

また、昨今の大手メーカーの大幅損失の要因は、為替円高のみならず、新興国市場向け商品の開発やマーケティング面で韓国企業に遅れをとったこと、中国企業の過大投資により東アジア市場の市況が大きく崩れたこと等にも求められ、1ドル=90~100円程度の為替水準では輸出競争力、輸出採算が十分回復するとは限らないのではないか。

さらに、厳しいグローバル競争環境を勘案すると、恩恵を受けた輸出企業として雇用・賃金を増やすことには依然慎重なスタンスを維持しようし、企業部門から家計部門への果実分配というパイプの目詰まりは容易に解消しないかもしれない。

第四は、名目成長率の高まりによる税収増加が、財政事情をどの程度改善させるか、という点である。

現在のわが国の財政赤字の7~8割は、景気動向（=税収の増減）との関係が低く、根雪のように溜まっている構造的赤字である。これは90年代以降、種々実施された恒久的減税措置や最高税率引き下げによるものである。また、「財政の金利ボーナス（国債残高が増加しても、国債金利の低下により利払い費が抑えられたこと）」も限界に来ており、インフレ期待への転換に伴い、幾ばくかでも国債金利が上昇すれば利払い費が少なからず増加するであろうことも勘案すると、名目成長率が上向いたとしても、プライマリーバランス改善の道筋が見えてくるとは言い切れないだろう。

このように、「大胆な金融緩和」の先行き、成否には少なからぬ不確実性が存在するが、これをミニマイズするのは政府の取り組み—成長戦略を着実に実行すること、持続可能な財政構造確立にも十分目配りすること—であろう。安易な楽観はできないが、徒に悲観する必要もない。時間はかかるだろうが、「成長力と競争力を兼ね備えた2%インフレ率」という意味でのデフレ脱却が実現することを期待したい。

（調査部長 金木 利公：Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。