

「物価プラス幅縮小」の要因は、物価目標コミットメントの弱まりによる公算大

物価見通し引き下げ報道

本日(6月8日)の日本経済新聞の報道では、4月・5月の物価指標の弱さを受けて、日本銀行が6月・7月の金融政策決定会合において、物価動向を再点検し、場合によっては7月の展望レポートでの物価見通しの引き下げも検討しているとされている。

「まさか」の物価プラス幅縮小

日本の物価は2018年2月に+1.0%に到達した後、3月+0.9%、4月+0.7%とプラス幅を縮小している。上記の記事では、4月は企業が価格を見直す時期にあたり(最近の需給の逼迫から値上げの動きが予想されていたため)、4月のプラス幅縮小について、『日銀内には「まさか伸び率が縮小すると思わなかった」との声があがった』とあった。当室は、政府・日銀は「金融緩和を継続して幸運を待つ」戦略を採用し、物価目標に対するコミットメントが低下した状態にあるとみており、物価のプラス幅縮小に違和感はない。

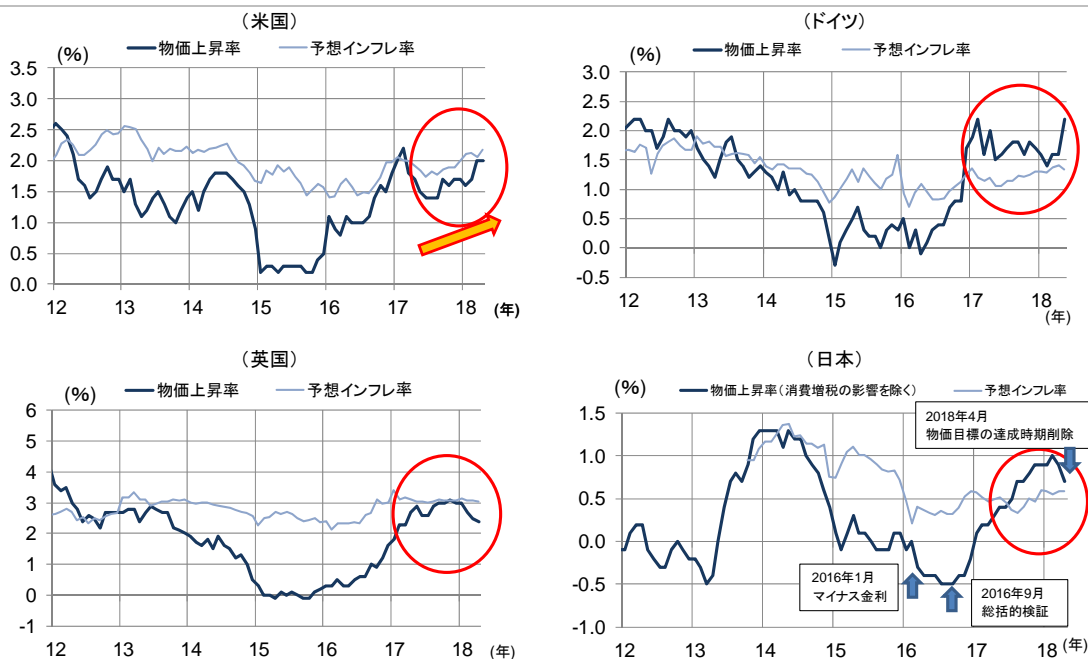
プラス幅縮小の背景

上記記事では、物価低迷の要因として「デフレ心理と賃金の弱さ」に加えて、アマゾンなどのインターネット企業の普及や、グローバル化の進展によるヒトやモノの動きの活性化が指摘されている。

予想インフレ率のアンカー効果

しかし、後者について同様な影響を受けているとみられる欧米諸国(図表1・上段、下段・左)でも物価は上がっている。グラフ上の細い線で示した予想インフレ率が2%近くでアンカーされており、物価は予想インフレ率に引き寄せられるように推移している。このため、上記の要因があるとしてもやや説得力に欠ける面があるのではないかと。一方、日本(図表1・下段・右)では、予想インフレ率が2016年以降一貫して0.5%程度で推移しており、日本の物価上昇率は、再び予想インフレ率の0.5%に近づくように低下している様に見える。

図表1 予想インフレ率に引き寄せられる物価の動き



(注) 物価上昇率は、米国はPCEデフレーター、ドイツはHICP、英国はCPI、日本はコアCPI(生鮮食品を除く総合)。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査室

欧米と日本との違い

各国の物価が予想インフレ率に引き寄せられる様に動く、予想インフレ率がアンカーの役割を果たすという意味では各国の動きは共通している。違いは、欧米の予想インフレ率が中央銀行のインフレ目標の値に近いのに対して、日本では 2%のインフレ目標に対して、予想インフレ率が 0.5%前後にとどまっている点である。

2016 年以降、日本の予想インフレ率は 0.5%で低位安定

日本の予想インフレ率が 0.5%で推移する様になった 2016 年は、1 月にマイナス金利が導入され、9 月の総括的検証でイールドカーブ・コントロールが導入された時期である。ではこの時期に何が起きたのか。

コミットメントの変化「金融情勢」の追加

↓
リバーサル・レート論
↓
物価目標達成時期の削除

この時期に、従来物価 2%に対する明確なコミットメントのある金融政策から、所謂「金融緩和の副作用」を考慮した金融政策に変化した。「経済・物価」だけを考えた政策運営から、①「経済・物価」に「金融情勢」をも加えた運営となったことで、残念ながらコミットメントが曖昧になってしまった面があるのではないかとみられる。さらにイールドカーブ・コントロールの導入以降も、

- ② 片岡審議委員の追加緩和に前向きな意見を踏まえたと思われる、昨年後半以降の「金利の低下が实体经济に悪影響をもたらす可能性がある」とするリバーサル・レート論の展開、
 - ③ 4 月の決定会合で 2019 年度頃としていた物価目標の到達時期に関する記述の削除、
- といった形でその方向性が強まっているようにみている。こうした一連の動きが予想インフレ率が 0.5%で低位安定となっている要因となった可能性があるとみている。

「イールドカーブ・コントロール」の導入、「金融情勢の判断追加」の背景には、イールドカーブがフラット化したことによって金融機関の収益機会が低下したため、金融緩和の早期終結を望む意見があったとみられる。

望ましい物価目標達成後の金融緩和の早期終結

当室は、物価目標が達成された上で、早期に金融緩和が終了することが日本経済・金融セクターにとって望ましいと考えている。物価目標達成、予想インフレ率が 2%でアンカーされる状態、つまり物価や賃金が安定的に伸びていくのが当然視される経済となれば、企業や家計は安心して設備投資や消費を増やすようになっていく可能性が高いとみているため。

「副作用論」の副作用

「物価目標達成前に日銀が出口論に向かうべき」という主張があるが、そのまま実行すれば日本経済は再びデフレに逆戻りして、長期的な停滞が再現されるリスクは未だに十分あると考えている。現在の金利が低いのは、表面的には「日銀が金融緩和をしているため」と見えるかもしれないが、実態は日本の企業や家計の予想インフレ率が低く、経済活動に元気がないことが要因であろう。このため、日銀が出口に向かえば金利が上がりそれが維持されるのではなく、日本経済の活動が活発になれば金利が上がるべきであろう。金融緩和に関する副作用論は、根強く残っているとみられるが、こうした議論がかえって物価目標の達成、金利のステイプ化を妨げている面、つまり「副作用論」の副作用があるのではないかとみている。

現状の日本では財政拡大が効果を持ち得る

5 月 24 日の当行・日本経済見通し(第 9 号)で示した通り、日銀は「現状の金融緩和で幸運を待つ」戦略とみられるが、それでは物価目標の達成が困難となり、現状の金融緩和が長期化する可能性が高いとみている。物価の上昇、予想インフレ率の上昇のためには、財政との連携を含めた日銀のコミットメント強化が有効となるのではないかとみている。また、4 月 27 日のレポート(注)で示したように、現状の日本経済では「流動性制約」、つまり所得のほとんどを消費に回さざるをえない家計が増加している可能性が高い。このため、消費増税が経済・物価の下押し効果を持ちやすいことを示したが、反対に財政拡大によって景気を刺激する効果があることも示唆している。仮に家計が減税や給付金でもらった金額を、将来の増税に備えて貯蓄に回してしまえば景気刺激効果は出にくい。しかし、上記のように消費に回す家計が多ければ景気刺激効果が出やすいためだ。政府・日銀が追加の財政・金融政策を実施することが、結果として物価目標の達成、金融政策の出口戦略、「金融情勢」の早期改善につながるのではないかとみている。

貯蓄が難しい家計は減税等で消費を増やしやすい

(注) 新生銀行 金融調査室 伊藤篤、『増税に備えた貯蓄が困難な家計増加と消費増税の影響』(2018 年 4 月 27 日)

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会