



2023年度の物価目標未達批判は妥当ではない:物価目標の意義を改めて考える

2023年度の日銀の物価見通しは+1.0% 4月26~27日の日本銀行金融政策決定会合において、日本銀行は初めて2023年度の物価見通しを示し、中央値が+1.0%、各政策委員の「大勢見通し」が+0.7~+1.0%となった。2023年度は黒田総裁の現在の任期の最後の年でもあり、2013年4月の異次元緩和開始から、10年が経過しても目標を到達しない、との批判的な意見がある。また、今回から金融システムを担当する金融機構局が決定会合に参加したことから、将来的に物価目標達成前に日銀が利上げに転じるのではないかと、この見方もある。しかし、こうした議論は以下で述べる様に、物価目標の意義を十分踏まえていない、妥当でない議論であると考えられる。

物価目標を掲げる前の日本経済 そもそも2013年1月に2%の物価目標を掲げる前の日本経済がどうであったかを簡単に振り返ってみると、まず物価目標がないため、少しでも物価がゼロを上回った段階で金融政策の引き締め・利上げを実施することが繰り返されていた。その結果、外国為替レートは基調的に円高方向で推移しており、需給ギャップは過熱も冷え過ぎもしない潜在GDPの水準を下回ることが常態化していた。また、就業率は低く、労働市場では労働者を雇う企業側の交渉力が強かったために、長時間労働やブラック企業という問題も顕在化していた。しかし、異次元緩和の開始以降、趨勢的だった円高基調に大きな変化が生じて、需給ギャップはプラスでの推移が多くなり、より労働者の立場に根差した「働き方改革」が実施され、各国の物価が低下する中で日本の物価はマイナス基調からプラスに転じた。

そもそも物価目標の目的とは? そもそも物価上昇率を安定させることには、どのような意味があるのだろうか。それは「経済の安定化」、上記の需給ギャップの安定を通じて、企業や家計が基本的に「経済は緩やかな右肩上がりの成長を遂げる」という予想を形成して、企業の生産・設備投資・採用活動、家計の労働・消費選択といった意思決定が行われることを意図している。「物価を安定させていれば、このような経済の安定も実現できる」、というのは経済学では“Divine coincidence”、つまり「奇跡のような偶然の一致」と呼ばれている(Blanchard and Galí 2007)。これは米国の金融政策が明示的に物価と雇用の最大化(経済の安定化)を掲げているのに対して、欧州や日本では物価目標のみを掲げているものの、実質的には同じ目標であることを示している。こうした理解に立つと、2%の物価目標の達成を目指した金融政策運営によって、日本経済はそれ以前に比較して圧倒的に安定する様になってきたことがわかる。

米国での平均インフレ目標の採用 また、先進国においても、特にリーマン・ショック以降、低インフレ・低成長は課題となっており、日本のようなデフレの罠に陥ることを回避したい、というのがコンセンサスとなっている。上述の景気を過熱も冷まし過ぎもしない時の金利は「中立金利」と呼ばれ、経済のファンダメンタルズで決定され、現在先進各国で趨勢的に低下してきているとみられている。中立金利よりも政策金利が低ければ景気に対して刺激的となるが、そもそも中立金利が低いと、経済を刺激することが困難になってくる。また、企業や家計が将来の物価を予想するのは、完全に将来の事のみを考えるフォワード・ルッキングではなく、現実の物価上昇率を考慮する適合的なものも含まれるとの見方が強まっている。米国では、こうした懸念から、物価が2%の物価目標を上回っても金融政策を引き締めずに転じない、平均インフレ目標を採用するようになっている。

米国よりも厳しい日本の状況:より低い中立金利、より多い適合的期待形成 一方、日本は米国よりも中立金利が低く、適合的な物価形成の割合が高いとされている。このため、現在のオーバーシュート型コミットメントをより強化する方向の議論はあったとしても、それを弱めるような議論は経済の安定化のためには理解し難い。

金融システムの安定化 また、特にマイナス金利の導入以降、金利水準の低下・イールドカーブのフラット化によって金融機関の損益の下押し要因となり、金融仲介機能を阻害する、との議論がある。しかし、金融機関の収益の源泉は、長短金利差を取る金利裁定だけではない。イールドカーブ・金利差以外の要因にも大きく左右される。仮にこの議論の通り、物価目標が未達の状態で金融政策が引き締めへ転じた場合には、企業の倒産の増加、クレジットコストの増加を通じて、金融機関の損益を圧迫するであろう。まさに「木を見て森を見ず」の議論だと思われる。その場合、物価目標に対する信頼が揺らぎ、企業・家計・金融市場参加者は、「日本銀行はかつての様に、物価目標達成（およびそれを通じた経済の安定）よりも、金融システムの安定を重視する」との見方を強めて、2013 年以降積み重ねてきた経済の安定化の実績に基づく期待形成は崩れるであろう。また、金融機関の競争環境は、長短金利差とは独立に、様々な技術革新や新規参集者の増加によって激化しているとみられる。そもそも好景気の時に経営が悪化する金融機関は、不況になるとより経営が厳しくなると考える方が妥当ではないだろうか。

結論：経済の安定化のために、2%の物価目標は必要不可欠 以上見てきた様に、2023 年度の物価見通しが 2%に届かなかったからといって、物価目標の引き下げや金融システムの安定性維持を目的とした利上げを実施すれば、経済の安定化が損なわれて、ひるがえって金融システムの安定化も損なわれる公算が大きい。そもそも緩和期間が長期化しているのは、過去の金融政策・マクロ経済政策の失敗によるデフレによるものであり、現状は粘り強く緩和強化、財政政策との連携強化を探るべきであろう。 (伊藤篤)

(参考文献)

Blanchard, Olivier, and Jordi Galí. (2007) “Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39(1, Supplement), 36-65.

- 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