

Back Number

本論文は

世界経済評論 2023 年 5/6 月号

(2023 年 5 月発行)

掲載の記事です

2023年5月15日発行(毎月(最終日)発行)
150頁(送料別)・送料720円
世界経済を読み解く国際戦略の羅針盤
世界経済評論 5・6月号
2023 Vol.67 No.3
World Economic Review



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店

利上げ最終局面： 世界経済・金融市場は どう動くか



本特集企画委員・慶應義塾大学教授 白井 さゆり

しらい さゆり アジア開発銀行研究所 Visiting Fellow 兼サステナブル政策顧問。2020～21年イギリス系 ESG サービス専門会社 EOS at Federated Hermes 上級顧問。2011～16年に日本銀行政策委員会審議委員。近著に、『SDGs ファイナンス』（日本 BP, 2022年9月）、『カーボンニュートラルをめぐる世界の潮流』（文真堂, 2022年7月）など。

本稿では、2022年から直近までの米国、欧州、日本、中国の経済金融情勢に大きな影響を及ぼしたインフレショックと金利ショック、並びに為替レート・資産価格の動向について振り返る。とくに、米国、ユーロ圏、日本、中国などの中央銀行の金融政策についても解説する。そのうえで、欧米の中央銀行にとって利上げの最終年となる2023年の金融政策の動向と経済金融情勢を展望する。日本銀行の金融政策については、本年4月に総裁に就任予定の植田和男氏の下での金融政策の見通しと課題について解説する。

I 2022年から直近までの主要国・地域の経済金融情勢

2022年の世界経済・金融市場は主に2つの大きなショックに見舞われた。それは、世界的なインフレショックと、それに対応するために多くの中央銀行が急速な利上げを行ったことによる金利ショックである。以下では、インフレショックと金利ショックとそれによるマクロ経済などへの影響について振り返ることにする。

1. 世界経済を襲ったコモディティ価格の高騰とインフレショック

インフレ圧力は、2021年から顕在化した。これは新型コロナパンデミックによる中国を中心とするサプライチェーンの不安定化と物流費

の高騰、巣ごもり需要の急拡大による家電製品・自動車などの財価格の高騰、および世界同時景気回復などの要因が重なって発生した。そうした中で、昨年2月のエネルギー・食料大国ロシアによるウクライナ侵攻によってエネルギーや農産物などのコモディティ価格の上昇が一段と加速し、予想外のインフレを世界にもたらした。

しかし昨年半ばからコモディティ価格は下落を始めており、昨年末にかけては予想以上に低下した。これは西側諸国による対ロシア制裁に参加しない中国やインドなどの新興諸国がロシアからエネルギー輸入を急増させたことや、昨年初めよりゼロコロナ対策を実施した中国における景気の低迷、極端なエネルギー不足に陥った欧州による節電や昨年後半からの景気減速などが複合的に影響したとみられる。この結果、

既に多くの国・地域で供給サイドのインフレ圧力は予想以上に弱まっている。サプライチェーンの混乱も収束し国際的な物流コストも低下している。

この結果、(総合)インフレ率は昨年末にかけて多くの国・地域で低下している。米国の消費者物価(CPI)ベースのインフレ率は、昨年半ばに9.1%、FRBが金融政策判断で重視する個人消費支出物価ベースで7%のピークに達した後、順調に低下してきており、直近1月のインフレ率は各々6.4%、5.4%となっている。

2%の長期インフレ目標を大きく上回っているのは、供給サイドのインフレ圧力だけでなく、堅調な個人消費や労働市場の極端な人手不足からくる需要サイドのインフレ圧力の両方が生じているからである。失業率は直近の2023年1月現在50年ぶりの3.4%という低さにある。求人数も幾分減る傾向があったが1月にはむしろ増えて1,100万件という稀にみる多さで、企業活動がまだ活発であることがうかがえる。賃金上昇率も幾分弱まる兆しはあるが、4~5%台と高い伸び率で推移している。内需の強さには、新型コロナパンデミック以降の3回にわたる(低所得者向けの潤沢な現金給付を含む)財政支出、2021年までの大幅な金融緩和、並びに(輸出価格を輸入価格で割った)交易条件の著しい改善も影響したとみられる。エネルギー・食料を除く「コアインフレ率」については、直近ではCPIベースで5.6%、個人消費支出物価ベースで4.7%となっているが、低下ペースは(総合)インフレ率よりもかなり緩慢である。これはコアインフレ率の主要な項目であるサービスインフレ率が、個人消費支出物価ベースで5.2%とかなり高いことが原因である。家賃やその他のサービスのインフレ率が

高い。

対照的に、欧州・ユーロ圏ではロシアのエネルギー依存が非常に高かったことから、ロシアのウクライナ侵攻以降のロシア産エネルギー輸入の激減とそれによるエネルギー不足などの供給サイドによるインフレ圧力が非常に大きくなっている。昨年10月にインフレ率は10.6%のピークに達したが、直近の2023年1月には8.5%へと幾分低下した。これは、2022年末からの冬場の天候が予想外に温暖であったことや、中国の液化天然ガス(LNG)輸入の減少、および欧州各国のエネルギー節約努力などが反映されている。当初懸念されたドイツなどにおけるエネルギー配給制度の導入は回避された。それが欧州の足元の企業と家計の景況感の改善につながっている。ただし直近のコアインフレ率は5.2%と過去最高水準になっている。欧州でも人手不足に直面しているが賃金上昇率はまだ2~3%程度に過ぎない。労働者による賃金引き上げ要求が高まる中で、今後インフレ圧力が高まってインフレが高止まりしないか懸念されている。

日本でも直近のインフレ率は今年1月に4.3%と41年ぶりの高さに達したが、それでも欧米ほどのインフレ圧力はない。世界が用いる標準的なコアインフレ率(エネルギーと生鮮食品を除くだけでなく、全ての食料ものぞいたインフレ率)でみると、1.9%と日本銀行の2%物価安定目標を下回っている。4%台のインフレ率の9割がエネルギーと食料に起因している。

サービスインフレ率が僅か1.2%で、米国が個人消費支出物価ベースで5.2%、ユーロ圏が4.4%であるのと比べ、日本のインフレ基調はかなり弱いと言える。一般的にサービスは、飲食・宿泊・小売・交通や個人・企業用の各種サー

ビスなどでその多くが対面式ビジネスであるため、製造業ほど労働生産性の伸び率は高くない。このため企業は利益マージンを維持しようとするために、賃金上昇が販売価格にそのまま転嫁されやすい。

だからこそ欧米の中央銀行は賃金上昇圧力が続くとコアインフレ率が高止まりすることをむしろ恐れている。一方、日本では消費者が食費や光熱費などの生活費の高騰に敏感で消費節約志向がすぐ強まる傾向があるため、企業は消費者の負担を高めないように徐々に原材料価格を販売価格に転嫁している真最中である。また米国ほど利益マージンを維持するために原材料価格を販売価格に転嫁できる状態にはないようだ。昨年12月の賃金は対前年比で4.8%という高さで実質賃金も上昇に転じた。通年で見ると2%程度の賃金上昇となり2000年以降で最も高くなったが、実質賃金は-1%程度とむしろ大きく悪化した。現時点では原材料価格の転嫁が中心なのでそれが一段落するとインフレ率は低下しやすい。ただし賃金上昇が販売価格に転嫁されるようになれば、インフレ圧力は高まる可能性はある。

一方、中国ではインフレ率が極端に低い。ゼロコロナ政策による経済成長の失速で、昨年のインフレ率は年間平均で僅か2%となった。今後は、ゼロコロナ対策も撤回されたことで経済活動が再開しているため、消費のリバウンドが見込まれている。

2. 米国連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め政策とドルの全面高

昨年は世界的な大インフレにより、多くの中央銀行が利上げを急いだ。過去1年ほどの期間において主要中央銀行が引き上げた政策金利の

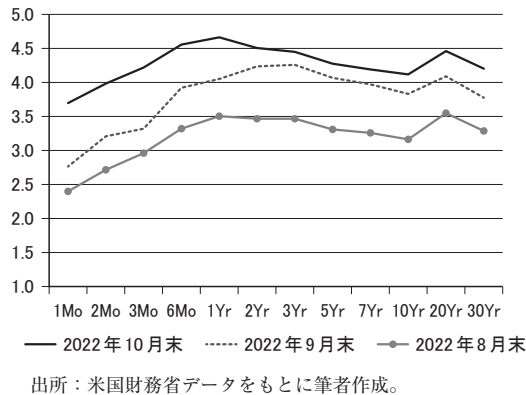
利上げ幅の合計は、米国連邦準備制度理事会（FRB）が4.25%、欧州中央銀行（ECB）が2.5%であった。短期間にこれほどの利上げを実施した経験が両中銀ともなく、大きな金利ショックをもたらした。また利上げに加えて、FRBは昨年より資産縮小を始めており、ECBは今年3月から一部の資産について縮小を開始し、正常化を進めている。

FRBが積極的に利上げを進めた米国では、米ドルは日本円、ユーロ、人民元を始め大半の通貨に対して全面高となった。ここには、利上げによる金利差の拡大のほか、世界経済や金融市場の不確実性が高まる中での安全通貨ドルに対する世界の需要が高まったことや米国の交易条件の大幅な改善も影響している。

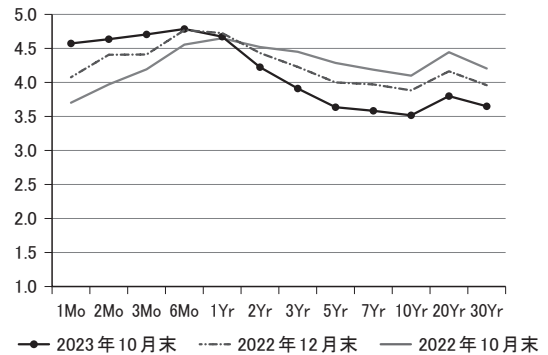
米国のインフレ率が欧州よりも低いにもかかわらずFRBの利上げ幅の方がECBより大きいのは、米国の内需の強さと極端な人手不足による賃金上昇圧力が大きいからである。利上げは、国内需要を抑制することを通じてインフレ圧力を下押しするので、FRBはより積極的な利上げが必要だと判断したとみられる。一方、供給サイドに起因するインフレが中心の欧州では、利上げによるインフレ抑制効果は米国よりも限定されていることや景気後退への懸念もあって利上げペースを緩やかにしてきたと思われる。

図表1(1)図は、FRBのパウエル議長が昨年8月末のジャクソンホール講演でインフレ退治のために果敢に利上げをしていくとのタカ派的なメッセージを発信して以来、市場では金利ショックがおきて10月末までに米国の短期・長期の国債金利が大きく上昇していったことを示している。短期金利が10年などの長期金利を上回る逆イールドカーブは存続しつつも、利

図表 1(1) 米国の国債イールドカーブ：2022年8月～10月 (%)



図表 1(2) 米国の国債イールドカーブ：2022年10月～2023年1月 (%)



上げ予想が上方修正される中で、短期も長期も金利が上方へシフトしたことがわかる。

しかし昨年11月以降はイールドカーブに変化が見られるようになってきている。FRBによる利上げ見通しが一段と上方修正されるほど短期金利はさらに上昇しているが、長期金利は低下するようになってきている。図表1(2)では、短期金利の上昇と長期金利の低下によって昨年12月末や今年1月末の逆イールドカーブの傾斜が強まっていることを示している。長期金利の低下は、利上げによる景気後退懸念やインフレ予想の低下が反映されていると思われる。

10年物などの長期国債金利の低下をきっかけに、昨年11月頃からドルの全面高が止まったことで、大半の通貨は対ドルで幾分通貨高に戻している。この動きは今年1月も続いている。

3. 日本銀行の金融政策と大幅な円安

日本銀行は2016年に導入した長短金利操作を維持して、当座預金残高の一部にマイナス0.1%を適用し、10年物国債金利を0%程度で安定させる政策を行っている。2018年に10年物国債金利の誘導目標に上下0.2%の変動幅を

導入し、2021年に0.25%に拡大し、昨年12月にはさらに0.5%へ拡大した。昨年12月の変動幅拡大は予告がなく大きなサプライズを市場に引き起こしたが、0.5%への引き上げであれば金融政策の柔軟化・持続性を目的としたこれまでの変動幅の拡大措置の延長線上にあり、金利のより大きな上下変動を可能にする政策調整としてとらえることもできる。

日本銀行は昨年12月の措置は債券市場の「歪み」と「機能度の低下」の是正を意図したと説明している。歪みとは、日本銀行が0.25%以下に抑制している10年物国債金利が、それより残存期間が短い8年や9年の国債金利を下回ることを指している。世界的な金利上昇圧力の中で、日本銀行は10年金利を0.25%以内に抑えるために、昨年4月から（10年物国債を0.25%金利で無制限に買い入れる）指値オペを毎営業日導入した。この結果、10年物金利に過度な下押し圧力がかかっており、10年より償還期限が短い金利の方が高くなってしまっている。

一方、機能度の低下とは、日本銀行による国債買い入れ介入があまりに大きいため、多様

な買い手と売り手が取引する通常の債券市場から、市場参加者が日本銀行に国債を売却しそれを日本銀行が買い入れる取引が中心となる市場へ変化している状態を指している。取引者の数が限定されると、何か突発的なイベントが起きると金利が大きく動きやすい。また国債金利は社債や銀行ローンの金利のベースにもなっているため、歪みや機能度の低下は民間資金のプライシングや調達にも影響を及ぼすため、市場参加者による懸念が高まっている。

これらの債券市場の問題を是正するために金利変動幅を拡大したが、その後も債券市場の歪みは是正されなかった。そこで、今年1月18日の金融政策決定会合では国債などを担保に日本銀行が銀行に融資する「金利入札方式の共通担保資金供給オペ（公開市場操作）」を改正し、それまでの1年以内から10年以内へと長期化した。世界では公開市場操作は数か月程度の短期資金供給が中心なので、異例の対応と言える。早速1月23日に5年間の資金供給が実施されたが、平均落札金利は0.145%だった。銀行は0.1%強の低金利で日本銀行から借り入れて5~10年物の国債を買い入れれば確実に利ザヤが稼げるため、応札は3.1倍にもなった。2月14日にも同様なオペを行ったが、債券市場の歪みは幾分是正されたが解消はしていない。

また昨年は米国の長期金利の上昇圧力が高まる中で、日本銀行による長短金利操作と指値オペは日米金利差を大きく拡大した。このため、日本円は他の通貨に比べても対ドルで大きく円安が進み、昨年10月には一時1ドル=152円に達した。その後は、米国の長期金利の低下とともにドル全面安が巻き戻されており、現在は130円前後で推移している。円は対ドルで年初来16%減値し、ユーロ（7%）、英ポンド（12%）、

人民元（9%）の減値幅と比べて大幅な円安となった。

中国人民銀行は、政策金利である1年物のプライムレートを、昨年1月に3.8%から3.7%へ、同年8月に3.65%へと2回利下げを実施した。世界でも利下げをした主な中央銀行は中国やトルコなどごく僅かである。ただし中国の利下げ幅は計0.15%と限定的であった。中国を含め新興国は昨年欧米からの資金の資本流出に直面し、流出を食い止めるためにも中国の利下げ余地は大きくなかったと見られる。

以上、ドルの全面高は大半の国・地域の通貨安をもたらし、欧州や日本などでは輸入物価の高騰を通じて供給サイドのインフレ圧力を強めることになった。

4. インフレショックと金利ショックがもたらした世界経済への影響

世界の多くの中央銀行がインフレを抑制するために急速な利上げを実施したが、2022年の欧米経済は比較的堅調であった。昨年の米国の実質国内総生産（GDP）成長率は2.1%で、昨年前半の成長率はマイナスとなったが、後半に大きく持ち直した。住宅ローン金利の急上昇により住宅投資は下落したが、民間消費については拡大を続けており、年後半には設備投資も拡大し、純輸出もプラスに転じたことで景気回復の勢いが増した。

原材料・賃金などの費用の増加を販売価格に転嫁し、利益マージンを拡大した企業も多く米国企業の利益が高水準で推移したため、設備投資や雇用拡大につながった。ただし、好調だった消費については横ばいになりつつある。これは貯蓄を取り崩した家計が多く、株価下落による純資産の減少なども影響している。実質ペー

スの消費の内訳をみると、食料消費は食料価格の高騰から減少しており、耐久財消費の消費は巣ごもり需要の一巡から拡大は止まっており、コロナ感染症の収束に伴うサービス消費が拡大している。

ユーロ圏の昨年の経済成長率は3.3%と先進国の中では堅調であった。これは年前半の景気回復の強さが、後半の景気減速を補ったからである。インフレ率が高く消費者の生活は苦しい状態が続いているが、失業率が低いことや欧州連合（EU）が2021年から欧州復興基金によって加盟国を支援していることが経済にプラスとなった。

日本では、昨年は四半期ごとにマイナスとプラスの成長を繰り返したが、新型コロナウイルスパンデミック以降長く落ち込んだサービス消費や外国人観光客を含む人の移動が増えていることや、先送りされてきた企業の設備投資が旺盛になっていることから、暦年（1～12月）で1.1%程度の成長を実現したとみられる。

一方、中国については消費と不動産投資が大きく低迷したが、貿易黒字を維持し輸出や製造業の設備投資は比較的堅調だったことや政府のインフラ投資により、3%の経済成長率は維持したが、政府目標の5.5%前後を大きく下回った。

5. 利上げがもたらした資産価格の下落

昨年は世界的な利上げにより、株価を始め多くの資産価格が下落した。米国ではダウ平均株価とS&P500種の年初来の下落率は各々9%と19%に達し、テクノロジー企業が多いナスダック総合指数に至っては33%も急落した。テクノロジー株の低迷は、巣ごもり需要の一巡による家電製品・ネット関連の売上高の伸び悩みに

加え、2021年までの株価急騰の反動と考えられている。日経平均株価とストックス欧州600指数は各々約10%と12%下落し、中国の上海総合指数は15%、MSCI エマージング・マーケット・インデックスは20%の下落率となった。

債券価格については、利上げによって国債や社債などの価格は大きく下落した。先進国ではイタリア国債や欧米のハイイールド債の価格の下落が目立ったが、資本流出に直面した新興国の債券価格の下落も大きかった。しかし2008年のリーマンショックや2020年3月の新型コロナウイルス感染症の発生開始当時に比べ、債券価格の下落幅は抑制された。

不動産価格についても下落する国・地域が見られ始めている。香港の住宅価格の下落が世界最大となっており、これは中国本土のゼロコロナ政策の踏襲と2020年の国家安全維持法の施行による一部の香港住民の海外流出などが原因とみられている。中国の住宅不動産価格も不動産開発業者の債務問題と未完成住宅の増加による消費者の不信感もあって下落した。その他の国では住宅ローン金利上昇が主因で、豪州、ニュージーランド、マレーシア、米国、複数の欧州諸国で下落した。もっとも昨年半ばから少し下落し始めた国が多く、株価に比べ下落率は限定的であった。なお日本では不動産価格の上昇が続いている。

今年1月入り後は、株価と債券価格は上昇しており、投資家のリスク回避姿勢は幾分和らいでいる。

II 2023年の金融政策と世界の経済・金融情勢

2023年は、欧米ともにインフレ率がまだ2%

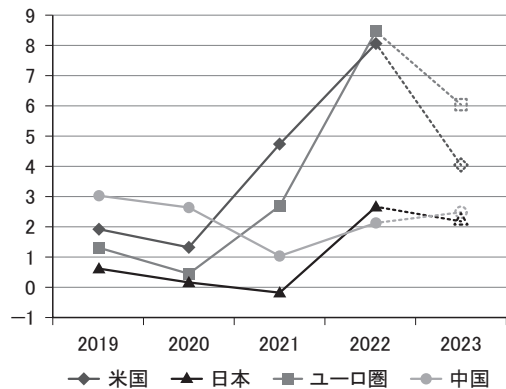
目標を大きく上回る状態にあるため、利上げが続いている。しかし、利上げはピークが近づいており、2023年は利上げの最終年となる。2023年は昨年の利上げの影響が1年ほどのタイムラグをとまって経済を下押しする影響が次第に現われてくるため、景気は欧米で減速すると見込まれている。ただし、欧米では人手不足が続いていることから大量解雇を回避してマイナス成長は回避できるという「ソフトランディング」の見方が広がっている。

1. 2023年の金融政策とインフレ見通し

FRBは2023年2月に予想通り0.25%の利上げを行いフェデラルファンドレートの誘導目標レンジは4.5~4.75%に達した。市場では今年3月と5月にさらに0.25%の利上げが行われて5~5.25%に達した後に利上げは終了すると見ている。これは、昨年末にFRBが示した見通し（中央値）に沿っている。しかしFRBはピークに達した後、その金利水準を年内は維持し続けることを見込んでいるのに対して、市場では年末にかけて利下げが行われるとの見方が根強い。

市場による利下げ予想は、景気後退への懸念、インフレ率の着実な低下、賃金上昇率の幾分の低下といった見通しを織り込んでいる。こうした見方をFRBは否定していないが、利下げには慎重な姿勢を維持している。コアインフレ率が、家賃やそれ以外のサービスインフレ率があまり低下していないことや、現在4~5%の賃金上昇率は2%インフレ目標との開きが大きく、賃金上昇が販売価格に転嫁され続ければインフレ率が2%に向けて順調に収束していく経路については不確実性が高いからである。個人消費支出物価ベースのコアインフレ率が（総

図表2 主要国・地域のインフレ率の見通し



出所：中央銀行、ブルムバーグ、国際通貨基金（IMF）などの見通しをもとに筆者作成。

合) インフレ率と同じように3%台に低下していくかどうかで、市場とFRBの年末にかけた金利見通しギャップが金融市場を揺るがすひとつのきっかけとなる可能性もある（図表2）。

ECBについては昨年2.5%まで政策金利（メインリファイナンス金利）を引き上げたが、今年2月にさらに0.5%引き上げて3%としている。ECBは金利見通しを公表していないが、エコノミストの見通し中央値は今年3.5%程度まで引き上げて利上げ局面を終了すると見込んでいる。今年のユーロ圏のインフレ率は、ECBも市場でも現在の8.5%から6%前後に低下し、コアインフレ率は現在の5.2%から4%台に低下すると見込んでいる。しかし中国経済の景気回復やロシアのウクライナ侵攻の情勢の変化によってエネルギー価格が再び上昇すると、欧州のインフレ率は高止まりする恐れもある。その一方で、ユーロ圏の景気減速によってインフレ圧力が下押しされる可能性もある。

2%のインフレ目標の達成時期は、米国で2024年頃、欧州で2025年頃になると見込まれているため、FRBもECBも2023年は利上げ

後の水準を維持し、2024年から徐々に利下げへ転換していく可能性が高い。

日本では昨年の8月から3%を越えるインフレに直面しており、今後もしばらくはエネルギーと食料の原材料価格高騰の消費者物価への転嫁が続くため、今年前半を中心にインフレ圧力は強いと思われる。しかし、政府の物価対策による電力料金の大幅な引き上げの抑制に加えて、世界的なコモディティ価格の低下や超円安の修正などの影響が徐々に表れてくるため、今年末にかけてインフレ率は2%を下回る可能性がある。

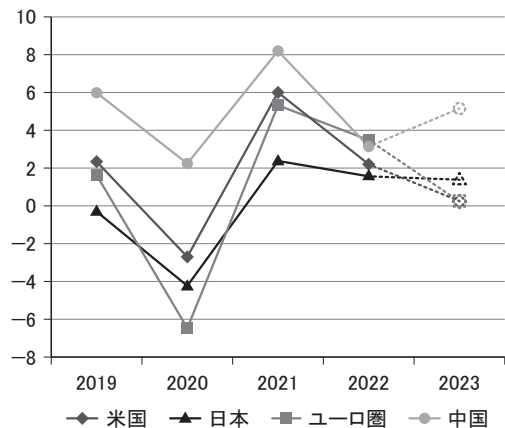
中国は卸売価格が引き続き低迷しており、インフレ率は多少上昇するが2022年と比べ大きな違いがないと見込まれている。中国人民銀行による金融政策についても大きな変化はないと思われる。

2. 2023年の主要国・地域の経済・物価見通し

2023年の実質GDP成長率は、新興国よりも欧米を中心とする先進国で低下し、景気減速が進むと見込まれる。とくにエネルギー不足に直面する欧州の経済成長率は大きく低下して0%近くになるが、当初予想されたようなマイナス成長には陥らない可能性がある。これは、通年でマイナス成長が見込まれたドイツが1~2四半期マイナス成長に陥ったとしても後半を中心に経済活動が活発になりプラス成長を実現すると見込まれているからである（図表3）。

日本では、昨年に続き今年も製造業・非製造業ともに企業の設備投資が活発で景気を牽引するが、サービス消費の拡大傾向も続き年間で1%以上の成長を実現し、欧米の成長率を上回ると予想される。日本の潜在成長率が内閣府や

図表3 主要国・地域の実質GDP成長率の見通し



出所：各中央銀行、ブルムバーグ、国際通貨基金などの見通しをもとに筆者作成。

日本銀行の推計によれば0.5%程度なので、2年連続で潜在成長率を大きく上回ることになる。とはいえ日本の実質GDPの水準はまだかなり低い。新型コロナウイルス感染症危機による景気後退からの回復ペースが主要国・地域の中で最も緩慢だったことから、今年の日本の経済成長率が欧米の成長率を超えたとしても2019年の水準に近づくに過ぎない。

中国の経済成長率は昨年の3%から大きく改善して5%台に達すると見込まれるが、不動産業者の債務問題が根本的に解決していない中で、どれだけ消費が拡大していくのかが注目される。輸出は世界経済の減速により昨年ほどは期待できないが、消費のリバウンドや政府のインフラ投資の継続が経済成長を牽引すると見込まれる。

3. 日本銀行の金融政策の行方

日本銀行では高名な経済学者の植田和男氏が2023年4月に次期総裁となる見込みとなり、金融政策の動向に注目が集まっている。ここで

は植田氏が昨年7月に執筆した論考をもとに、今後の政策を考えるうえで重要なポイントとして、①2%物価安定目標とインフレ基調、②今後の金融政策方針を示すフォワードガイダンスと10年物金利変動幅の微調整、③出口戦略について考察する(植田 2022)。

まず①については、植田氏は2%物価安定目標の維持については景気後退局面で十分な利下げ余地をつくるためにも必要だと考えているようだ。過去25年間の日本では、短期金利の「実効下限制約」に直面し利下げの余地がない状態が続いたことが、日本の中長期経済成長率を下押しした可能性を指摘しており、成長率を高めていくうえでも2%目標の維持を支持しているとの印象を受ける。欧米の中央銀行も2%目標を掲げているのは同様な実効下限制約を回避するためである。

現在のインフレ基調は、足元の(総合)インフレ率が2%を越えているとしても、安定的に2%インフレを実現する状態にはないと判断しているようだ。その理由として、前述した欧米型のコアインフレ率が低水準であること、多くのエコノミストが今年後半にインフレ率が2%を下回ると予測していること、今年は世界景気減速によって外需が低迷するため日本には逆風である点などを挙げている。

このため、昨年超円安が進行した際に、超円安を食い止めるために利上げすべきとの国内外で耳にする大方の見方を一蹴している。利上げとそれによる円高は、景気後退とそれによる2%インフレ率の達成可能性を一段と遠のさせるからである。むしろ金融政策を現状維持し、政府による低所得者支援と組み合わせる政策協調が望ましいと指摘する。

日本のインフレ基調が低い点は、筆者も同様

な見解を以前に示している(白井 2022)。西洋型のコアインフレ率は直近で1.9%と、2%目標を下回っている。米国ではCPIベースで5.6%、個人消費支出物価ベースで4.7%、ユーロ圏では5.2%であり、いずれも2%インフレ目標を大きく超えている。コアインフレ率の中で大きな比重を占めるサービスインフレ率は、日本では僅か1.2%に過ぎないが、米国では個人消費支出ベースで5.2%、ユーロ圏では4.4%と大きな差がある。日本のインフレ基調は弱く、2%を安定的に実現できる状態にあるとは言いがたい。このため、欧米が利上げしているから日本もすべきという論理は、金融政策のマンデートを物価安定として掲げている日本銀行にとって受け入れにくいと思われる。

次に、②の日本銀行のフォワードガイダンスについては、長短金利操作について「2%のインフレ率が安定的に持続するのに必要な時点まで継続する」との宣言のことを指している。植田氏によれば、この宣言は金融緩和効果を発揮していると主張する。このため10年物金利の微調整(たとえば、10年金利の変動幅拡大や10年物金利の誘導目標を5年や7年へ短期化など)は、金融緩和の縮小となり、上記の宣言と矛盾すると反対を表明する。微調整を行った後、再び緩和方向へ修正することにでもなれば、日本銀行の信認が低下しかねないし、こうした微調整は投機による大量国債売りを招くので適さないと懸念を表明している。

実際、日本銀行が変動幅をサプライズで0.5%へ拡大した昨年12月の金融政策決定会合時と、再びサプライズで変動幅を拡大すると市場が警戒した今年1月の同会合時には大量の国債売りが発生した。

インフレ基調が当面2%物価安定目標の実現

の可能性を示していないことから、2%目標を重視するのであれば、植田氏は長短金利操作を継続していく可能性が高いということになる。その場合、国債市場の歪みや機能度の低下を含む副作用にどのように対処していくか注目される。

最後に、③の金融緩和の出口についての植田氏の見解は、出口戦略は立てておくべきであること、しかも現在の金融緩和の枠組みについてもどこかで真剣な検討が必要だと主張する。また出口の在り方として、前述した10年物金利の微調整ではなく、豪州準備銀行が1回で長短金利操作をやめた例をあげて1回限りの調整の必要性を示唆している。

豪州準備銀行は、2020年3月に3年物国債金利を短期政策金利と同じ0.25%に設定し、同年11月に0.1%へ引き下げて、完全雇用に向けた進展と2~3%のインフレ目標レンジに安定的に収まるとの確信が得られるまで続けるとし、国債買い入れなどで同金利水準を維持した。しかし景気が回復したために2021年7月に(3年物より3か月短い)2024年4月物銘柄の国債金利について0.1%金利目標を適用すると決定した。これは、3年国債金利目標の自動的な短期化に相当する。その後、実際のインフレ率も目標レンジを達成したことから同年11月には金利操作を撤廃している。

日本の場合、長期金利は豪州のような3年よりもはるかに長い10年である。このため、仮に豪州中央銀行のアプローチを採用し、10年弱の特定国債銘柄を選んでそれに0.5%金利目標を適応して、国債金利誘導目標の年限を自動的に短期化する場合、金利操作を撤廃するの

10年弱の期間がかかることになる。この間、投機による国債売りに直面する可能性がある。途中で取りやめる場合には、何らかの合理的な理由が必要になる。豪州のような自動的な年限の短期化ではなく、一気に撤廃する場合には、(一時的かもしれないが)長期金利は急騰しやすい。

また出口戦略を立ててそれを公表すると、金融機関や投資家はそれを意識して今から出口に備えて損失を回避するために国債売りを進める可能性もある。そうなると、長期金利が上昇しやすくなり、長短金利操作の運営が難しくなってしまうかもしれない。どのようなタイミングでどのような内容の出口戦略を提示するのか、慎重に準備を進めていく必要がある。

最後に、今後5年の間に、インフレ基調が安定的に2%を実現できる見通しが立たない場合に、日本銀行はどのような決定を行うのであろうか。2%物価安定目標の柔軟化(たとえば、1~3%のインフレ目標レンジの導入)をするのだろうか。それとも2%目標を掲げ続けて、長短金利操作を副作用があっても大量の国債買い入れや長期資金供給オペなど工夫をしながら続けていくのだろうか。それとも2%目標の実現をする前に出口戦略を実施するのだろうか。

今年は米国、欧州、日本など金融政策の行方に目が離せない年になりそうだ。

【参考文献】

- 植田和男、2022年、「日本、拙速な引き締め避けよ 物価上昇局面の金融政策」日本経済新聞、経済教室、7月6日掲載。
白井さゆり、2022年、「日本経済・金融政策の見通し」経済広報センター、Japan Institute for Social and Economic Affairs、KKC International Platform、11月15日掲載。