

物価上昇目標 2%の意味を考える

－ 優先すべきは「稼ぐ力」と「稼ぐ機会」の創造

日本リサーチ総合研究所 調査研究部
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

円安・株高の進行で市場の期待感が高まる一方、今回の金融緩和策がどのようなメカニズムを通じて物価上昇目標 2%を実現しデフレ脱却が達成されるのか、日銀や政府から明確な説明がなされているとは言い難い。

円の価値を実質実効為替レートでみた場合、円レートは昨年 12 月時点でほぼ適正水準にある。現在進行中の円安はその先に待っている円高への揺り戻しリスクを増大させる恐れがある。04-07 年の円安を追い風にした景気回復は、その後の円高への揺り戻しで日本企業が次々窮地に追い込まれたことを忘れてはならない。

2%の物価目標の導入で期待されるのが「実質金利の低下」である。しかし実質金利というバーが引き下げられても、肝心の選手に飛ぶ技術も筋力もモチベーションも備わってなければ飛ぼうとすらしなないだろう。

何より優先すべきは、選手の実力に相当する潜在成長率を引き上げることにある。潜在成長率を高めるには「稼ぐ力」と「稼ぐ機会」を創造し、日本経済の供給構造を根本から変える以外ない。前者は日本企業の事業構造の転換、後者は規制緩和等を通じて未充足の需要を掘り起こすことにある。

■ 物価目標 2%の実現経路が見えない

－ 進行する円安と株高

日銀は 1 月 21 日・22 日の金融政策決定会合で、①物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率 2%とすること、②資産買入れ等の基金について 2014 年から「期限を定めない資産買入れ方式」を導入することを決定した。安倍政権は発足当初から日銀に大胆な金融緩和を迫る姿勢をみせており、市場はこれを好感し、日経平均株価は昨年の衆院解散前から約 2 割上昇、円相場は 80 円台から 90 円台まで約 1 割下落した。

市場の期待感が高まる中、今回の金融緩和策がどのようなメカニズムを通じて物価上昇目標 2%を実現しデフレ脱却が達成されるのか、日銀や政府から明確な説明がなされているとは言い難い。以下では、今回の株高の原動力となった円安の意味と持続性について整理した上で、物価上昇目標 2%の導入がどのような経路を通じてデフレ脱却に結び付きうるのかを考えてみたい。

■ 円安の効果をどうみるか

－ 実質でみた円の価値は決して高くない

(更なる円安進行は行き過ぎの領域)

円の水準を実質実効為替レートでみると、昨年 12 月時点で過去の平均水準の近辺にあり、オーストラリアなど資源国の通貨が割高にあるのに対し、円の価値は割安とも割高ともいえない適正水準と見做せる(図表 1、図表 2)。実質実効為替レートは、貿易量などで各国の通貨を加重平均し、さらにインフレ率の変化で調整した指数である。リーマンショック以降、円の名目レートは 2 割以上円高が進行した。それにもかかわらず実質ベースで大きな変化がないのは日本の物価上昇率が他国と比べて相対的に低かったためである。現在進行中の円安傾向が今後も続くとなると、円は適正水準(80 年以降の平均とした場合)から乖離した「売られ過ぎ」の領域に入る。こうなると、他国から「近隣窮乏化策」などと批判されても合理的な反論は難しいだろう。

(04-07 年の円安は何をもたらしたか)

過去、実質実効為替レートが適正水準から乖離して円安が進行したのは直近では 04-07 年が相当する。この期間は戦後最長の景気回復とされる「いざなぎ景気」(02/2-08/2)にあたり、実質ベースで最大 2 割の円

安が進行した。「いざなぎ景気」は適正水準から乖離した円安を追い風にした輸出主導型の景気回復だった。輸出による回復で強気になった当時の家電メーカーは、薄型テレビ工場への巨額投資を行うなど積極的な投資を行った。しかしリーマンショックと円高の進行の影響を受け、日本の製造メーカーの多くは巨額の赤字を計上し、あっという間に窮地に追い込まれた。先の実質為替レートのグラフをみると、リーマンショック以降の円高は過度な円安水準から適正水準に戻る過程と捉えられる。日銀による量的緩和や為替介入を行っても円高を止められなかったのはマーケットの自動調整メカニズムが機能していたからである。円が適性水準に戻った途端に苦境に陥るといえることは、日本の製造メーカーの多くは円安の追い風なしに「稼ぐ力」を生み出せなくなっていることの証左ではないか¹。

デフレ脱却には賃金が上昇して消費者の購買力が増加する必要があるが、賃金の源泉である企業の「稼ぐ力」がなければ実現不可能である。適正水準を超えた円安でなければ稼げないのであれば、事業構造の転換が必要であることは疑いようがない。

（円安による交易損失の拡大）

円安は輸出競争力を増加させる一方、国民経済全体で見ると「交易損失」というマイナス面が伴う。円安になると海外へ安値で売り、海外から高値で買うことになるため、輸出で稼いだ分が海外に逃げてしまう状態が交易損失である。日本経済は2005年半ば頃から交易利得から交易損失に転じた（図表3）。主な理由は原油をはじめとする原材料価格が上昇したためである。円安の進行は交易損失の更なる拡大をもたらし、国民の豊かさにマイナスの影響を与える点は留意しておく必要がある。

■ 期待インフレの効果をどうみるか

－ （論点1）物価上昇目標2%をどう実現するのか

（2%の意味）

物価上昇目標を巡る論点の一つは、1月の金融政策決定会合で決まった「2%」という目標数値をどう実現するかである。バブル期以来達成したことのない2%という物価上昇率をどう実現するのか、筆者のみならず国民の多くが受けた印象ではないだろうか。いくら目標といっても一定の実現可能性が共有される数値でなくては期待すら醸成されないだろう。

名目金利を考えた場合、水準は「物価上昇率2%+実質金利」となる。仮に実質金利を1%程度と考えると名目金利は3%となり、現在より2%以上金利が上昇する。因みに2%という金利変動は金融機関がリスク管理上行っている金利ショック（アウトライヤー規制）と同じ変動幅である。もちろん物価上昇目標2%が達成されるということは、3%以上の収益率をもたらす案件が数多くあり、長期金利上昇による影響は十分吸収できるというシナリオになる。しかし少なくとも筆者は現時点でこうしたシナリオの実現を信じることは出来ない。

（どのような経路で実現するのか）

デフレ脱却に必要なとされる物価上昇とは、賃金が安定的に上昇し、家計の購買力が高まることを通じて実現されなくてはならない。しかし安定的な賃金上昇の前提となる企業収益の増加は円安による輸出増だけで達成できるものではなく、企業の構造転換や新たな収益機会の創造が必要となる。政府が掲げる成長戦略はこうした文脈で捉えられるが、仮に実現できるとしても相当の時間がかかることは間違いない。

一方、円安による輸入物価の上昇は即効性が期待できるが、上述のように円安は交易損失を伴うため国民負担の増加につながるため持続性のある措置とは考えにくい。しかも更なる円安の進行は、円の実質レート

¹ 詳細は「金融経済レポート No44」を参照

を適正水準から乖離させ、その先に待っているだろう円高への揺り戻しリスクを増大させる。08年以降に起こった急激な円高を再現することになるだろう。こうなると理想とするデフレ脱却の姿からはほど遠いものとなる。

－ (論点2) 物価上昇率2%を達成した先に何があるのか

(実質金利低下は効果薄 ～ハードル下げても飛ばない選手が問題)

第2の論点は、仮に2%の物価上昇率を達成できる見込みが生まれた(期待インフレの上昇)としても、その先どのような効果が期待されるのかが見えにくい点にある。2%の期待インフレが醸成されることによって効果が期待されるのが「実質金利の低下」である。デフレ化ではゼロ金利にしても実質金利(名目金利－物価上昇率)を下げることができず金融は引き締めのになり、積極的な投資は生まれにくいという理屈である。この状態を経済学用語で表すと、実質金利>自然利子率、となる。自然利子率は潜在成長率と見做すことができ、企業でいうと収益を生み出すパワーである。陸上の高跳びに喩えると、実質金利はバーの高さ、自然利子率は選手の実力・モチベーションに相当する。金融緩和には、実質金利<自然利子率となる条件が必要だが、そのためにはバーを下げるか(実質金利低下)、選手の実力を強化させるか(自然利子率上昇)、あるいはその両方の達成が求められる。期待インフレが高まればバーが引き下がり、選手も飛べるようになるだろうとみるのが物価目標の導入によって期待される考え方である。

ここで仮に、飛ぶ技術も筋力も低下し、飛ぼうとするモチベーションすら失った選手がいたとする。この選手は自分がどのような選手になりたいのか、そのためにはどのようなトレーニングや技術を習得する必要があるのか、飛ぶ場所はここでいいのか、といった点が見えていない。こうした選手に対し、いくらバーを下げて飛ぼうとすらしめないだろう。今の日本企業の多くはこの選手のような状態に陥っているのではないかと筆者は考えている。しかも実質金利はグローバルに収束する傾向があるため、仮に期待インフレによって低下させることができても名目金利の上昇で相殺される可能性が高い。期待インフレを高めて実質金利を下げれば積極的な投資が促進されると考えるのはややナイーブな議論と言わざるを得ない。

(GDPギャップは存在するか)

今度は先のダメな高跳び選手とは違い、それなりに高い実力があるにもかかわらず目の前のバーの高さに尻込みして本来の実力を発揮できない選手を想定する。この選手は本来実力があるのだから、バーを大きく下げてやれば、思い切って飛ぼうとするに違いない。この状態を経済学的に言うと、現実の成長率が潜在成長率に達していない状態、即ちGDPギャップ²が存在することを意味している。

内閣府の発表するGDPギャップは2012年7-9月期で-2.7%(2次QE反映後)となっている(図表4)。これを素直に解釈すれば、日本経済は本来の実力を発揮できていないためにデフレが生じていると診断され、そのギャップを埋めるべく財政出動やインフレ期待を高めるマクロ政策は有効となる。ここで注意すべきは、内閣府が推計する潜在GDPの定義は「経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDP」となっている点にある。つまり現存する供給構造をもとに計算された数値ということになる。金融円滑化法の対象企業が約40万社もいることからみても、老朽化し不必要になった資本設備が多く存在することを示唆している。こうして計算された潜在GDPを日本経済のあるべき経済状態と解釈するのはミスリーディングであり、この点でGDPギャップには過大バイアスがかかっている可能性がある。日銀の白川総裁は昨年の講演で『変化の激しい経済にあっては、需給ギャップは、既存の財・サービス供給に対する需要不足のみを捉え、新たな潜在需要に対する供給不足を捉えていないという意味で、非対称な概念となっています』と述べている。

² GDPギャップは、(現実のGDP－潜在GDP)／潜在GDPで定義される。

■ 日本経済の供給構造をどう変えていくか

筆者はインフレーションそのものを否定する者ではなく、有効なマクロ政策手段の一つと考えている。しかしこの手段が効くのは、経済の供給構造が健全な状態にあるにもかかわらず（高い潜在成長率）、何らかの理由で需要不足に陥っているケースである。高跳びの例で言えば、バーを飛び越えるだけの筋力や技術が選手に十分備わっていることが前提となる。現在の日本経済がこうした状態にないのは明らかであろう。グローバルな産業構造の変化を受けて時代に適合しなくなった既存の供給構造を見直し、新たな潜在需要に対応した供給構造に作り変えていくことが必要である。そこで重要となるのが「稼ぐ力」と「稼ぐ機会」をどう創造するかであり、この二つが駆動しはじめて潜在成長が高まる。それはハードルを「飛べる実力」を身に着け、「飛ぶ場所」を見出すことを意味する。

- 「稼ぐ機会」の創造 ～規制緩和で未充足の需要を掘り起こす

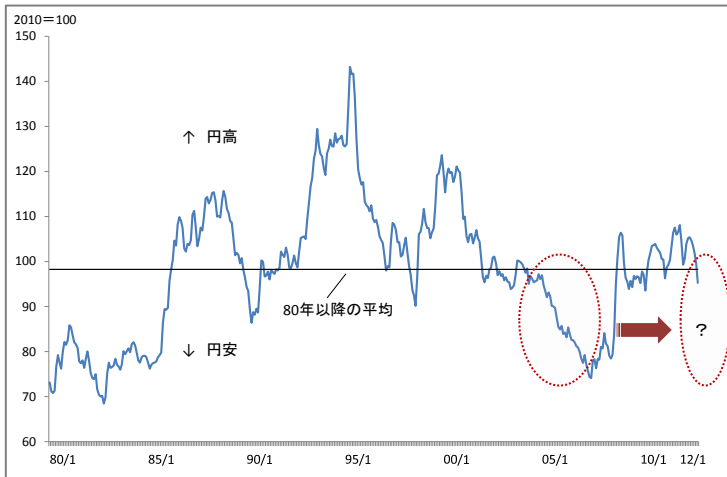
「稼ぐ機会」とは新たな潜在需要に対応した市場を創造することであり、高跳びで言う「飛ぶ場所」に相当する。高齢化の進展や女性の社会進出、震災以降のソーシャルマインドの高まりなど、社会情勢や価値観の多様化により新たな潜在需要が生まれているはずである。一方、医療・福祉の現場では、高齢化によって潜在需要が急拡大しているにもかかわらず、各種の規制や現場の人手不足などで需要に見合うサービスが必ずしも提供できていない。「稼ぐ機会」の創造で最も重要なのは規制緩和である。潜在需要に合ったサービスを提供する業者が次々に生まれるよう各種規制を緩和する必要がある。今年 23 日に実施された政府の産業競争力会議は、規制改革の重要性が強調された会議になったとみられ、今後更なる具体的な議論が行われることを期待したい。

- 「稼ぐ力」の創造 ～事業構造の転換

「稼ぐ力」は企業の競争力を強化し、ハードルを飛べる実力を身に着けることである。新興国の台頭でグローバルな産業構造が変化する中、日本企業は新興国と競合するコモディティ・エリアからの脱却が求められている。そのためには業務プロセスの抜本的な見直しや新たな市場の開発に向けた事業構造の転換を進める必要がある。

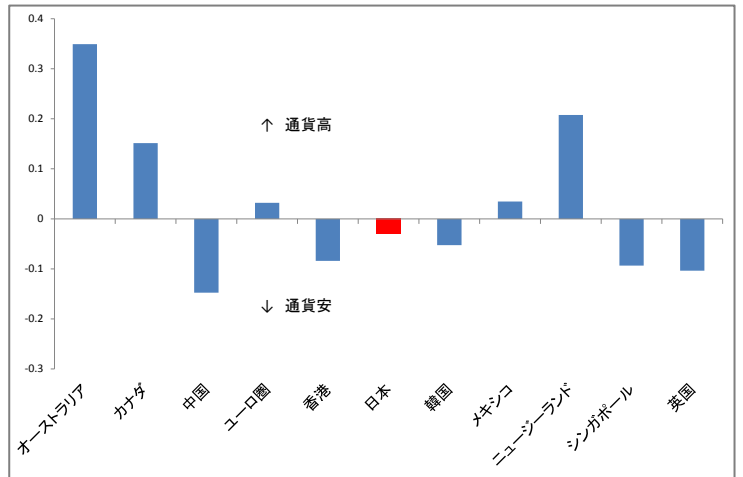
足元では円安が進行しており、04-07 年のような輸出ドライブによる回復を期待する声もある。しかし前述のように、その後の円高で窮地に陥ったという事実は、日本企業の事業構造がコモディティ・エリアに依存していることの証左である。円安による輸出増の末路は厳しい事態が待っていることを教訓とすべきである。コモディティ・エリアからの脱却が求められている中、持続性が疑われる円安によって危機意識が緩むようなことがあってはならない。

図表 1 円の実質実効為替レートの推移



(出所) BIS

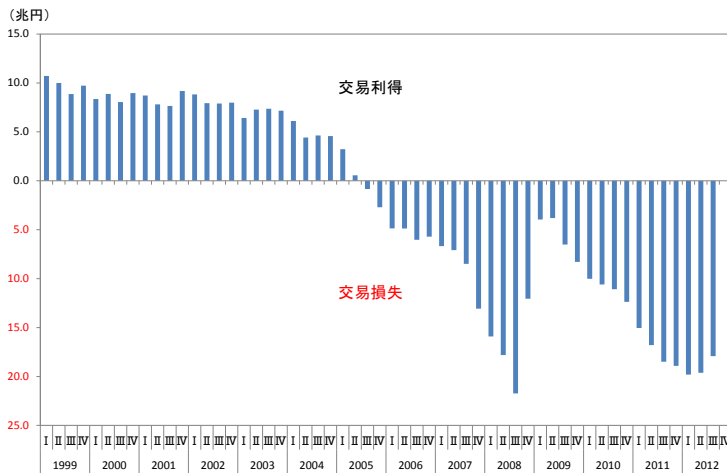
図表 2 各国の実質実効為替レートのトレンドからの乖離幅



(出所) BIS

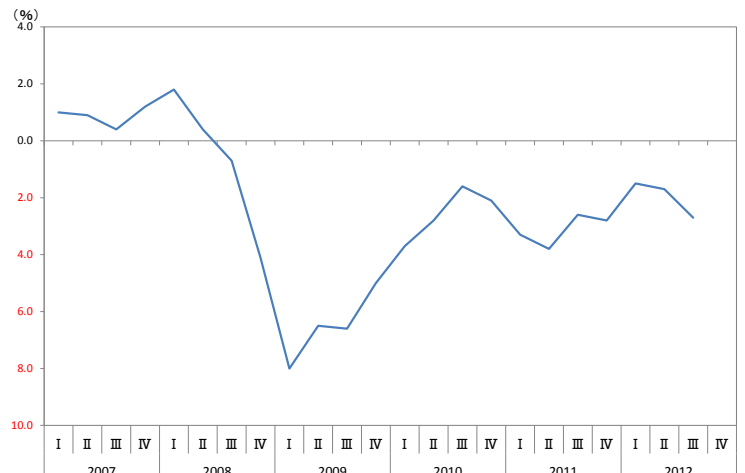
(注) 80年以降の平均値と2012年12月の乖離を使用

図表 3 交易利得・損失の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」

図表 4 GDPギャップの推移



(出所) 内閣府