



3度目の正直を回避した1月の日銀金融政策決定会合について ～デフレ脱却の4条件は満たされていない～

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

1月17・18日の金融政策決定会合では、日銀は市場の圧力に屈する形で金融引締めに転ずる可能性があった。しかし、2024年度まで物価目標2%は未達となる見通しを示し、金融緩和のスキームを部分的に拡充した。3度目の正直を回避したという意味で正しい決定だと考えられる。なぜ3回目なのか、金融政策の歴史を紐解いてみよう。

日銀は2000年と2006年に、早すぎる金融引締めへの転換で景気の腰を折り、デフレ脱却を幻に終わらせた過去がある。口の悪い人は戦犯ともいう。2000年の利上げは、市場、財界、更には金融政策決定会合で政府代表の反対意見を押し切って、だった。しかも、1998年の日銀法改正で独立性が強化されて2年後の初めての利上げだった。2006年の量的引締めと利上げも同様だ。この頃、内閣府はデフレ脱却には後述する4つの客観的な数値条件があることを頻りに持ち出した。2006年12月に内閣府が出した報告書「日本経済2006」(注1)では、その4つのデフレ脱却の条件のなかに満たしていないものがあるとして、金融引締めを行うと賃金と物価の好循環に至らないリスクがあることを滲ませた。そして案の定、2008年のリーマンショックという不運があったとはいえ、またデフレに逆戻りした。あれから実に17年、やっと本当にデフレ脱却のチャンスが目の前まで来たタイミングであるだけに、3度目の正直を回避した日銀の決定を、株価などリスク資産が急騰する反応で市場は歓迎した。

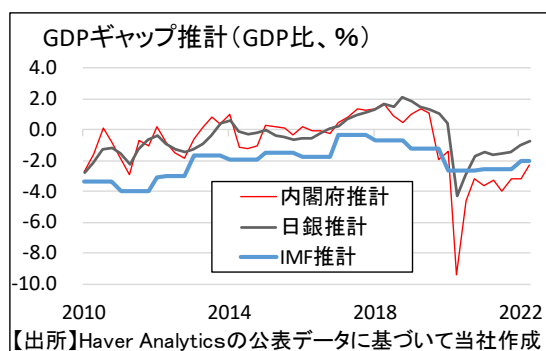
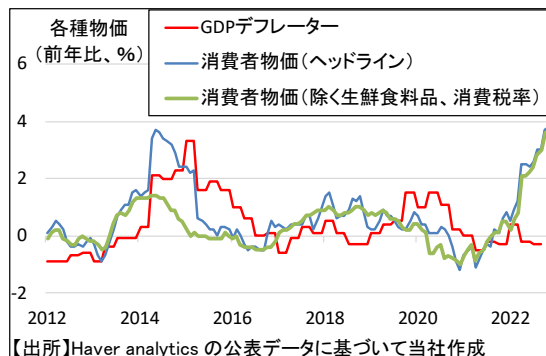
デフレ脱却の4条件は、(1)消費者物価が2%を超えていること、(2)GDPデフレーターがプラスであること、(3)GDPギャップがプラスであること、(4)単位労働コスト(以下、ULC)がプラスであること、である。論理的に考えてこれらの条件は正しい。経済学の重要な概念に事前、事後、同時があるが、この4つの条件は「同時」とみなしてよい。

ただ、裁量性を重視する日銀はこれを認めたわけではない。

現状この4つのデフレ脱却の条件のうち、満たされているのは(1)と(4)だけである。とはいえ(1)の物価については、日銀が2024年度まで2%以下である見通しを示した。その意味では(1)も微妙だ。(4)はOECDが公表(注2)しており、総じて安定的に満たしている。

しかし、(2)と(3)は明確に満たされていない(左図表)。とはいえ、もう少し現行の潜在成長率を上回る成長を維持すれば、(2)と(3)の条件も満たされる可能性が高い。(2)のGDPデフレーターがマイナスである意味は、エネルギーなど輸入物価が上がっても国内物価が比例して上がらないことを示している。しかし、もう大きく海外の商品市況が下落して円高にもなったので、輸入物価も近い将来に減速が始まる可能性が高く、GDPデフレーターを押し上げる要因になる。(3)のGDPギャップは、内閣府の試算が正しい数値として独り歩きしている。しかし、日銀の推計や日銀短観の設備と人員の過不足に関するDIを見る限り、真実は日銀推計に近い可能性が高い。

結論だが、このまま潜在成長率を上回る成長路線を維持し、デフレ脱却の4条件が満たされることで、賃金と物価の好循環が数年以内に実現することを期待したい。(脱稿1月19日) 以上



(注1) https://www5.cao.go.jp/keizai3/2006/1208nk/06_0000.html

(注2) https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=ULC_EEQ、なお ULC 上昇率 = 時給上昇率 - 生産性上昇率

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡す「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。