

日本経済に強まる逆風と 注目を集める日銀金融政策

年明け後の感染再拡大で、日本経済の回復は一旦頓挫した。先行きは物価上昇率の高まりが経済の逆風となる。海外で金融引き締め動きが強まる中でも、日本銀行は当面政策を維持する可能性が高い。しかし来年4月からの新体制のもとでは正常化を模索するだろう。金融市場はその可能性を織り込み始めた。

景気回復の流れは一旦頓挫

感染再拡大が、年明け後の日本経済に大きな打撃を与えている。さらに、ウクライナ情勢を受けたエネルギー価格の一段の上昇、米連邦準備制度理事会（FRB）の急速な金融引き締め策がもたらす世界経済と金融市場への悪影響など、先行きについても日本経済への強い逆風が懸念される状況だ。

内閣府が3月9日に発表した2021年10-12月期のGDP統計・2次速報で、実質GDPは前期比年率+4.6%と2四半期ぶりの増加となった。この成長率は2020年10-12月期以来、4四半期ぶりの高い水準である。成長のけん引役を担ったのは、昨年9月末に緊急事態宣言が解除されたことをきっかけに前期比+2.4%（前期比年率+10.0%）と急増した個人消費だ。ただし、昨年11月下旬に海外でオミクロン株の拡大が始まったことが消費者心理に悪影響を与え、12月時点で既に国内の個人消費は勢いを落としていた。

年明け後に新規感染者数が急増したことを受け、個人消費は再び悪化に転じている。個人消費、国内景気の回復は短命に終わり、ここで一旦頓挫した形である。

筆者の試算によれば、3月21日までのまん延防止等重点措置による経済損失は、4兆500億円に達する計算だ。これは、1年間の名目GDPの0.7%に相当し、失業者を16.0万人増加させる。またその影響は、1-3月期の実質GDPを前期比年率換算で12%程度押し下げる計算となる。まん延防止措置解除後の個人消費の挽回の効果を考えれば、1-3月期実質GDPの実際の押し下げ効果はその計算結果よりも小さくなり、現時点では同期は

小幅なマイナス成長になると見込まれる。ちなみに、日本の実質GDPがコロナ前の水準（2019年10-12月期）を上回るのは、他の主要国からかなり遅れて、2022年4-6月期になると予想される。

感染問題よりも物価高が大きな懸念に

多少長い目で見た場合、感染問題よりも主に海外からもたらされる物価高の影響の方が、個人消費を持続的に悪化させる要因となるだろう。ウクライナ情勢を受けて、エネルギー価格は一段と上昇する可能性が生じている。

2月の消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比+0.6%となった。現時点では物価上昇率は比較的抑えられているように見えるが、携帯の通話料金の引き下げによって一時的に前年比1.5%ポイント程度押し下げられている点に注意が必要だ。その影響が剥落する4月以降、前年同月比で1%を大きく上回る可能性が高い。今後のエネルギー価格の動向次第では、日本銀行の物価目標である2%を一時的に上回る可能性も出てくる。

政府は賃上げ税制を強化し、経済界へ賃上げ要請をしているが、春闘での賃上げ率はベースアップ分で前年比+0.2%程度などと、低い上昇率にとどまると見込まれる。賃金の低迷が続くなか物価上昇率が高まれば、消費者の購買力に大きく影響する実質賃金は、先行き下落傾向を強めるだろう。足もとの物価上昇では、エネルギー関連、食料品など、購入頻度が高い品目、嗜好性が低く必需性が高い品の価格上昇がより顕著となっている。このことは、消費者が消費行動を変化させることで、現在の物価高の影響を回避することが難しいことを意味している。

利上げによる物価リスク押し付け合いの構図にも

FRBを中心に海外の中央銀行が金融引き締め傾向を強める中、物価上昇傾向が顕著となってきた日本でも、日本銀行がいずれ金融政策の正常化に踏み出すのでは、との観測が金融市場に浮上してきた。

温度差はあるとはいえ、各中央銀行は国内での物価上昇圧力の高まりを警戒している。さらに、海外から物価上昇圧力を輸入してしまうことも警戒しているのである。つまり、通貨安による物価上昇リスクだ。

日本でも、内外の金融政策の姿勢の差に根差した円安進行が物価高を助長する「悪い円安」の議論が高まっている。日本銀行は、今のところは円安を容認する姿勢を見せているが、他の中央銀行は、自国通貨安による物価上昇圧力を警戒して、通貨安回避のために利上げ（政策金利の引き上げ）を前倒しにするとところが今後出てくる可能性がある。自国通貨安による物価上昇圧力の高まりを回避する、あるいは自国通貨高によって物価上昇圧力を海外に輸出するために、各中央銀行が一斉に利上げを加速させるような動きまでも今後は出てくるかもしれない。その場合、中央銀行はまさに利上げ競争の様相を強めるのである。しかし、日本銀行が利上げに動く可能性は当面は小さいことから、多くの国の通貨に対して円安が進み、日本が多くの国から物価上昇圧力の輸入を押し付けられる構図となるリスクがある。

浮上する日本銀行の金融政策正常化観測

この先、物価上昇率が顕著に高まるとしても、賃金上

昇を伴わないのであればそれは持続的なものではなく、2%の物価目標の達成は依然見えていない、と日本銀行の黒田総裁は説明する。そのうえで、一時的に物価上昇率が上振れても、日本銀行は金融政策を変更することはない、と明言しているのである。

実際、日本銀行が近い将来、マイナス金利解除などの正常化策を実施する可能性はかなり低いだろう。しかし、来年4月の黒田総裁の退任後については分からない、というのが金融市場の見立てだ。国債市場を見ると、償還期限が1年物までの金利には大きな変化は見られていないが、2年物、そしてそれよりも償還期限が長い金利は上昇してきている。このことは、金融市場が1年余り後の黒田総裁の退任後、次の体制の下でマイナス金利解除が実施される可能性を徐々に織り込んでいることを示唆している。

現時点で次期総裁の人事については、まったく明らかでない。ただし、財務省出身の黒田総裁の体制が異例な形で10年続いた後には、日本銀行出身者が総裁職に就くのが比較的自然的な流れ、と考えることも可能だろう。概して、日本銀行出身者の総裁の下の方が、比較的円滑に正常化策を進めやすくなるのではないかと思われる。いずれにせよ、新体制の下で日本銀行は、金融市場の反応に十分配慮しつつも、マイナス金利解除などの正常化策を慎重に模索する可能性を見ておきたい。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp