

サービス価格押し上げ、緩和「長期化」不可避

日銀総裁「常に寄与 2%必要」、緩和だけでは困難も

2022/6/8 (水)

日銀の黒田東彦総裁は6日、「毎年2%程度の物価上昇が実現する状態は、サービス価格の押し上げ寄与が常に2%程度必要」と明言したが、実現の道のは険しく、改めて日銀による超金融緩和策の長期化が見込まれる。日本は高齢化や人口減、潜在成長率の低下に見舞われているため、成長戦略や人口減対策などが伴わない限りは、緩和偏重による「良い賃金と物価の上昇」好循環入りは困難視される。一方でデフレ自体は修繕されており、その中での緩和長期化は良くも悪くも株価反発と円安持続に寄与する可能性がある。

脱デフレ下の緩和長期化、円安・株高要因に

「わが国で毎年2%程度の物価上昇が実現する状態は、サービス価格の押し上げ寄与が常に2%程度あり、その前後の変化率で、財価格が循環的に変動するという姿になろうかと思われる」――。

日銀の黒田東彦総裁は6日、講演でこのような見解を示した。黒田総裁がサービス価格を重要視するのは、現在のような商品高による物価高は一過性である一方、持続的な物価上昇の判断では賃金と、賃金に直結するサービス価格が重要であるためだ。

最近では日銀の野口旭審議委員が4月に、「製造業では労働コストの比重が低いうえにそのコスト増を技術進歩によって吸収しやすいため、賃金上昇の価格転嫁はそれほど強くは生じない」、「労働コストの比重が高く、技術進歩が生じにくいサービス業では、賃金上昇が価格上昇となって現れる傾向が強い」、「日米欧での基調的なインフレ率は、ほぼサービス価格上昇率の寄与に基づく。名目賃金上昇率が反映されるため」といった説明を行っている。

一方で「サービス価格の押し上げ寄与が常に2%」という状態は、黒田総裁と岸田文雄首相の共有目標である「3%の賃上げ」ともリンクしているが、実現への道のは前途多難だ。日本のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）自体は4月に前年比+2.1%となり、物価2%目標に到達してきたが、岸田政権による新たな骨太方針（経済財政運営の指針）での「日銀には物価2%を持続的・安定的に実現することを期待」という新明記とあいまって、改めて日銀の超金融緩和策は長期化が意識される。

過去にコアCPIの前年比が+2%以上で一定持続したのは、消費税増税要因があった2014-15年や1997-98年のほか、バブル過熱と崩壊時の1989年から1992年などがあった。日銀の企業向けサービス価格指数はそれぞれ2014-2015年が前年比+3%超え、1997-98年が+1%超え、1989年-1992年が+

1%から+5%超えに上昇している。黒田総裁が指摘するように、サービス価格の上昇がコアCPIの持続的な上昇の一因となっていた。

一方で各局面での物価上昇は、良くも悪くも日銀の金融緩和や政府景気対策などが影響している。各局面ともに緩和効果や物価上昇に伴うインフレ期待の上昇、実質金利低下（名目金利-インフレ率）などもあり、前年比でのドル高・円安や日経平均株価の上昇が連動形成されてきた。今回も物価プラス化でデフレは修繕されつつあり、良くも悪くも「サービス価格とコアCPIの安定的な上昇までの日銀緩和継続」が、前年比でのドル高・円安持続と日経平均の持ち直しを支援する可能性がある。

過去の物価上昇局面でいえば、2014-15年時にドル/円は月間ドル高値の前年同月比ベースで+13円から+18円のドル高が進展した。日経平均は月間高値ベースで、前年同月比+3770円から+4466円の株高が観測されている。1997-98年時にはドル/円が、+11円から+18円という上昇実績となっている。当時の日経平均は山一・拓銀ショックやアジア通貨危機などで大幅下落となったが、コアCPIが+2%超えとなる初期段階の1997年3月から6月にかけて、+2160円幅の短期株高ラリーが見られていた。

潜在成長率低下、物価押し上げに金利抑制不可欠

バブル過熱から崩壊前後の1989年-1992年については、サービス価格とコアCPIが持続的に上昇する過程で、ドル/円は前半の1989-1990年に+18円から+25円のドル高が進行していた。同時期には日経平均も、前年同月比+5933円から+8693円に至るバブル過熱が観測されている。

もっとも現在の場合、日本経済は高齢化や人口急減、潜在成長率の低下に見舞われている。より有効性とインパクトのある成長戦略や人口減対策、財政出動などが伴わない限りは、金融緩和の偏重による「良い賃金と物価の上昇」好循環入りは困難視される。

日銀試算の潜在成長率は、2021年度の下期ベースで+0.14%と低迷した状態だ。最近では2014年度の上期+1.01%を直近最高として、低下傾向が続いている。過去の物価上昇時の1989-1992年の場合、資産バブルなどの大問題もあったが潜在成長率は+3%から+4%超えに上昇していた。消費税増税で物価が上昇した1997年時も、+1.68%と現状比では高い位置で推移している。

日銀試算の潜在成長率は、日本の総人口の前年比増減と明確な相関性を有している。先行き一段の人

口減が見込まれる中で、賃金やサービス価格を引き上げるとなれば、成長戦略や人口減対策と同時進行で、日銀には長期金利の低位抑制を含めた超金融政策の「粘り強い長期化」が不可避となっている。

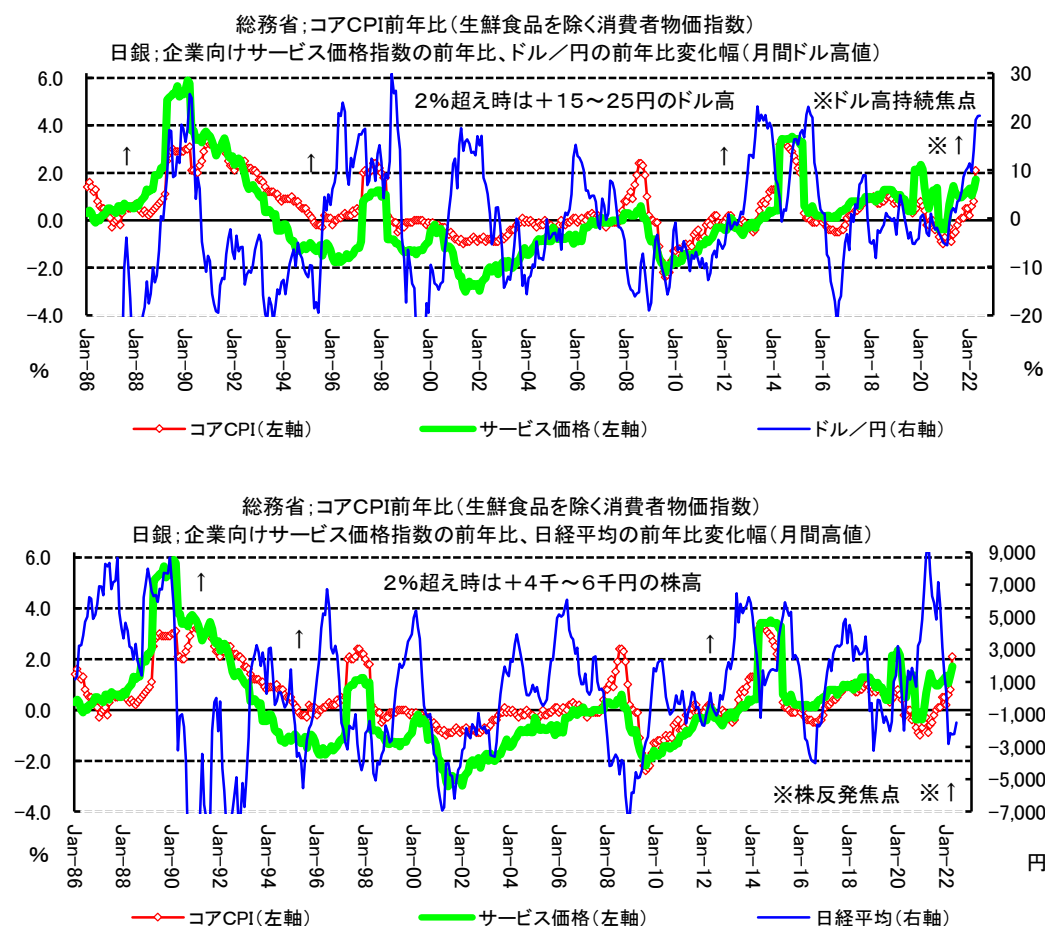
過去の物価上昇時である1989年～1992年の場合、1990年4～6月に名目GDPの単純前年比は+10.1%に上昇していた。それに対して同期に名目の10年債金利は、期中の最高が+6.65%となっている。結果、金融環境を示す「名目金利－名目GDP前年比」は－3.4%の金利下振れであり、「GDP成長見合いでの大幅な金利の低さ」という緩和環境が醸成されていた（金利＜成長率）。

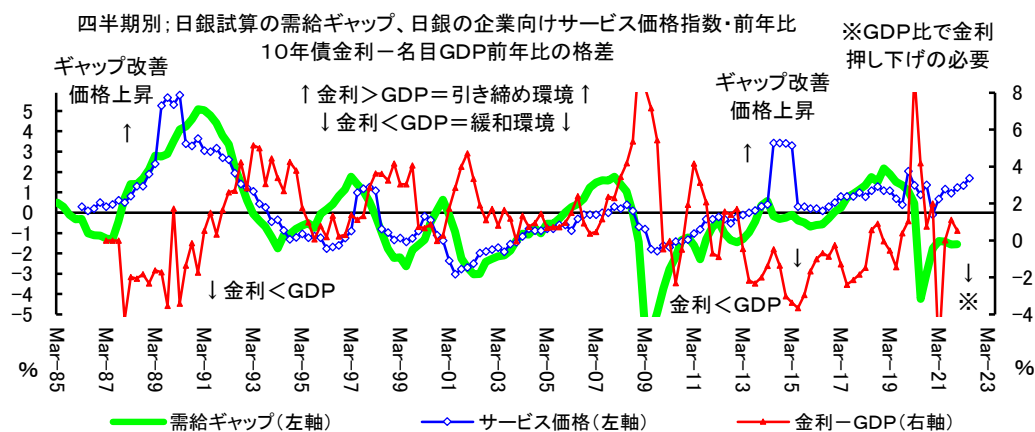
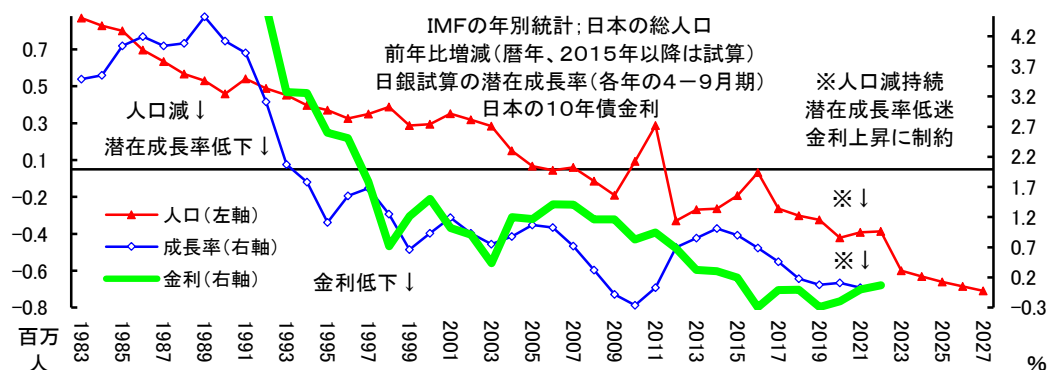
その前後でも1989年から1990年に同格差は、－1%から－3.5%の金利下振れが定着していた。それが資産バブルの一因となる一方、良くも悪くもコアCPIとサービス価格は前年比+2%超えでの安定推移が定着している。消費税増税で物価が上昇した2014～2015年についても、同格差は－1%から－

3.7%の金利下振れが持続していた。

ひるがえって現在の場合、最新1～3月の名目GDPは単純前年比で－0.3%となっている。同期の期中最高金利は0.255%であり、「金利－GDP前年比」の格差は+0.5%という金利の上振れとなっていた（引き締め環境、金利＞成長率）。今後、GDPの前年比は反動上昇が見込まれるものの、過去の物価上昇局面からすれば、日銀には「GDP成長率の緩慢さ見合いでの金利低位抑制」の長期化努力が求められる。

過去に日銀の黒田東彦総裁は2019年1月の「人口動態の変動とマクロ経済面での挑戦」と題した講演で、「人口減少や高齢化によって成長率が低下することになれば、経済の実力である潜在成長率に見合った自然利子率も低下する。自然利子率が低下すれば、実質金利にも低下圧力がかかる。インフレ率を一定とすれば、経済の実力に見合った名目金利の水準も低下することになる」と解説していた。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。