

日銀追加策、潜在成長率低迷の重石残存

異次元緩和前比で4分の1、中立金利の低下持続

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/12/26 (月)

日銀は次なる緩和修正が焦点となっているが、構造的な潜在成長率低迷の重石は残存している。日銀推計では最新4-6月が+0.20%で、異次元緩和の開始前である2013年3月期の+0.82%からも4分の1に低下してきた。日銀の黒田東彦総裁は「人口減少や高齢化などで潜在成長率が低下し、景気や物価に対して中立的な金利水準を低下させる」点を注視しており、来年に向けた米国など世界景気の悪化懸念とあいまって、低下の続く中立金利との見合いで短期・長期の金利引き上げや上昇容認には制約がある。

黒田氏、人口減で潜在成長率低下と中立金利低下

「政府と日銀による共同声明の見直しが焦点となっているが、政府の財政状況の厳しさと日銀による国債の大量購入（保有）という現状を踏まえると、岸田政権で取りまとめられた『中長期の経済財政』試算での潜在成長率引き上げ目標は、声明に入らなくとも無視できない間接協調テーマといえる」――。

ある内閣府の経済財政担当はこのような指摘を行う。

岸田政権の経済財政諮問会議では今年7月、中長期の経済財政に関する内閣府試算が提示され、議論がなされた。経済再生と財政再建に向けた成長実現ケースでは、「潜在成長率は着実に上昇し、実質+2%程度、名目+3%程度の成長率が実現。名目GDPが概ね600兆円に達する時期は2025年度頃（直近の今年7-9月は554.1兆円）。成長実現ケースでは、国・地方の基礎的財政収支が、2025年度に対GDP比で-0.1%程度の赤字となり、黒字化は2026年度」といったシナリオが示されている。

具体的に潜在成長率の試算は、「成長実現ケース」で2021年度の+0.5%から2025年度は+1.6%とされている。「ベースラインケース」では、+0.5%から+0.7%という見通しだ。ひるがえって日銀推計による潜在成長率は、最新4-6月で+0.20%となっている。内閣府推計よりは低めとはいえ、同じ日銀推計ベースでは異次元緩和策が導入される前の2013年3月期（2012年10月から2013年3月の年度下期）の+0.82%と比べても、4分の1以下に低下している。

さらに日銀が前回、量的緩和を終了した2006年3月時は+1.17%、過去ゼロ金利解除の2006年7月時は+1.03%、2000年8月時は+0.93%などとなっていた。それに比べると現在の+0.20%という低迷は、日銀による異次元緩和策の追加修正や脱却出口に制約要因となる。

しかも現在の日本では人口減少や高齢化が加速度

的に進んでおり、日銀の緩和策とは別問題で潜在成長率には低下の圧力が掛かりやすくなっている。

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。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」と懸念を示していた。

その中で来年に向けた日本経済は、米国など世界景気の悪化懸念が覆っている。低下の続く中立金利との見合いで、短期金利、長期金利ともに引き上げや上昇容認には制約がある。

もちろん、日銀は潜在成長率に責務がないほか、政策目標にもしていない。一方で日銀の緩和継続努力などを含めた潜在成長率の引き上げは、日銀の物価安定化目標に直結するものだ。同時に日銀による国債保有残高は9月末に536兆円となり、発行残高合計に占める割合は50.26%となっている。日銀の「財務信認」という点でも、政府財政の健全化と国債の信用向上に影響する潜在成長率の引き上げは大きな意味を持っている。

外需依存で内需脆弱、来年世界悪化は日本に打撃

来年の米国を始めとした世界景気の悪化リスクは、外需依存と人口減などによる内需の脆弱性が続く日本経済に大きな逆風となる。最新12月の日銀短観によると、全規模全産業ベースの年度計画では「輸出額」が現状段階で前年比+14.5%となり、コロナ打撃の反動や円安などによる大幅なプラス回復が見られた。一方で「内需額」はリベンジ消費やインバウンド再開などがあっても、+6.9%にとどまっている。結果「内需額-輸出額」の前年比格差は-7.6%となり、昨年12月時の-10.1%に続く内需の相対劣勢が示された。

また、「内需額÷輸出額」の実額相対倍率は、8.5となっている。同じ12月短観では2016年時の10.1をピークとして、内需の劣勢方向が続いている。より長期では2001年時の14.4から6割程度の内需劣勢となっており、来年の世界景気悪化が及ぼす日本の外需打撃と内需のカバー不足は無視できない。これまた日銀の追加緩和修正や緩和出口に障害となるものだ。

日本では内需の脆弱性と賃金の伸び悩み、こうした要因による価格転嫁の遅れなどを示す形で、素原材料などの企業物価高騰に対し、サービス価格は出

遅れが続いてきた。10月時点では日銀の国内企業指数が前年比+9.4%に対し、企業向けサービス価格は+1.8%にとどまっている。

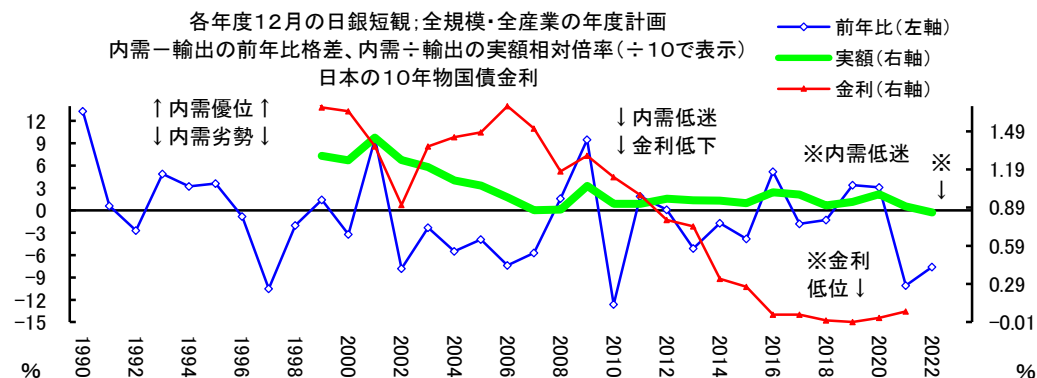
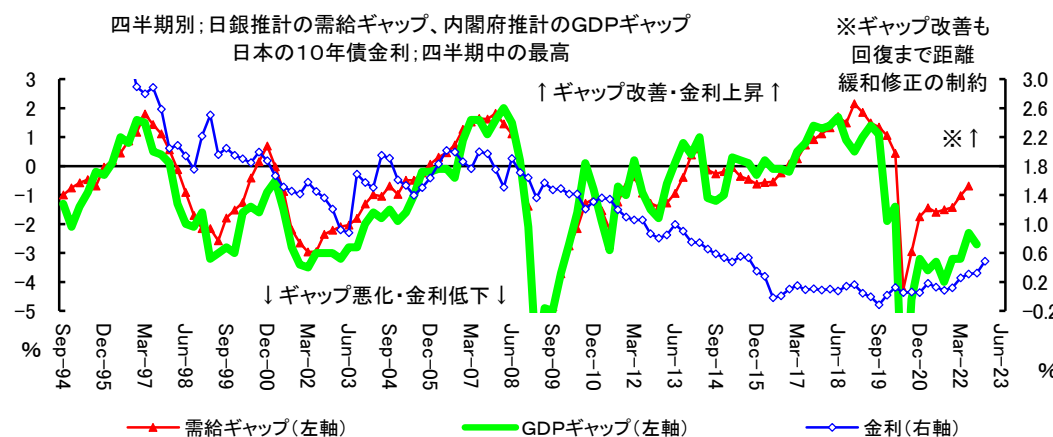
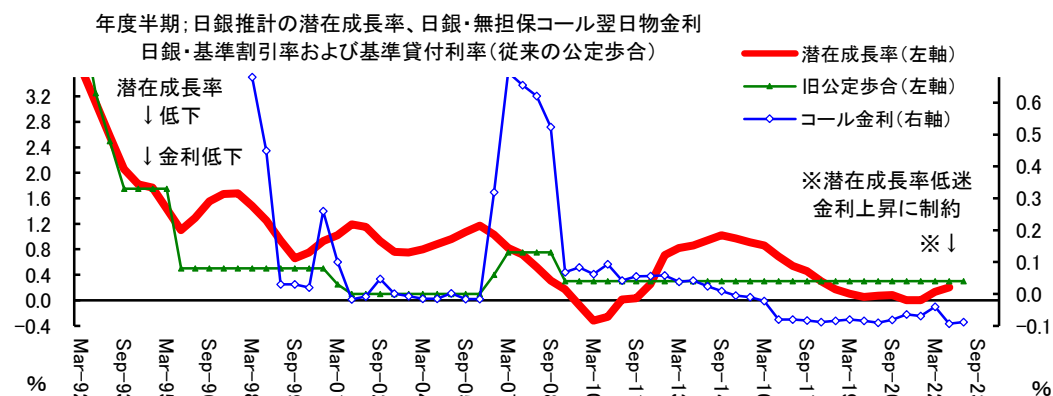
結果「サービス価格－企業物価」の前年比格差は、10月に－7.6%というサービス価格の下振れマイナスとなっている。昨年後半からは－7%から－8%という、1987年以降の同系列統計では最低水準となるサービス価格の相対劣勢が続いたままだ。

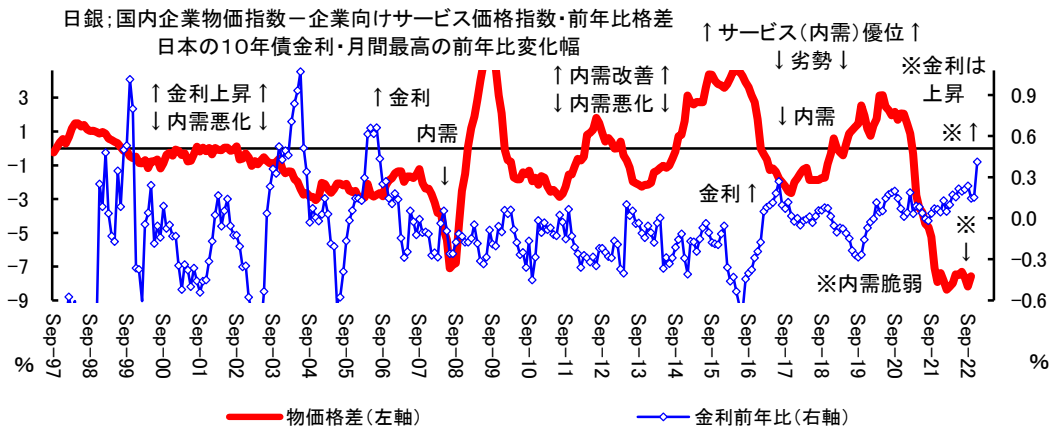
サービス価格は需給ギャップとの相関性も高く、過去にこうしたサービス価格の下振れ局面で長期金利が上昇してしまうと、内需悪化や賃金影響度の高いサービス価格の一段の下振れにつながってきた。例えば2006年の量的緩和やゼロ金利政策の解除時に、10年債金利は前年同月比で+0.66%前後の上昇場面が見られている。当時の「サービス価格－企業物価」前年比格差は、前年の－2.1%から－2.9%へとサービス価格の下振れへと移行。金利上昇に対す

る打たれ弱さが示され、内需打撃や需給ギャップの再悪化、デフレ圧力再燃が示唆されていた。

今回の場合、来年2～3月の春闘で賃上げが期待されている。それでも実際の賃金上昇の広がり確認や継続的な賃上げまでには時間を要する。連動する形で日銀による追加の緩和修正と出口については、小幅な微調整にとどまったり、遅延の可能性が注視されそうだ。

なお、人口問題については日銀の黒田総裁が2018年12月、国会答弁で「高齢化と人口減少の進展が潜在成長率とともに、景気や物価に対して中立的な金利水準を低下させる可能性が問題になり得る」と指摘してきしっていた。金融緩和効果は、中立金利よりも低い金利を実現することで景気刺激、物価安定化をもたらす効果があると説明し、「中立金利が低下すると、金融緩和効果を発揮することが難しくなってくる」と説明している。





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。