新春寄稿

展望2023
円安・物価高…、試練の日本経済

岩田　一政（いわた　かずまさ）
公益社団法人 日本経済研究センター
理事長

円安と物価上昇が日本経済を苦しめている。日本はコロナ危機からの回復過程にあるものの、エネルギー・食料価格の上昇を主因とする輸入インフレによる物価上昇の加速に直面し、成長率は減速している。金融政策も転機を迎えている。

1．円安と物価高

日本における急性輸入インフレは、グローバルなエネルギー・食料価格の高騰と急速な円安進展の組み合わせによって引き起こされている。最近では、日米の金利格差拡大を背景とした円安進展による交易条件悪化が目立っている。円安進展の基本的な要因はドル高だ。ドルの実質実効為替レートは、1980年代半ばのプラザ合意の水準に接近している（図表１）。

米国は、現在のドル高をインフレ抑制に有用で

図表１　ドルの実質実効為替レートの推移

（注）直近は22年10月
（資料）BIS

あるとの立場から適切と判断している。日本以外の先進国、新興・途上国は、ドル高に対して金利引き上げにより為替レートの減価と資本流出を阻止しようとしている。通常の通貨戦争は、金利引き下げにより為替レートを減価させ輸出拡大を目指すが、現在は為替レート増価を目指す「リバース・カレンシー・ウォー」の状況にある。

日本銀行はその例外だ。円安の持続は「リバース・カレンシー・ウォー」の環境下で、実質国内総生産（GDP）を高めても一人当たり実質消費を減少させる「自国窮乏化成長」の実現を意味している。交易条件悪化による実質所得の海外流出効果が大きいと国内産デフレを悪化させる可能性がある。

円の実質実効為替レートは、1971年８月頃の水準（名目対ドル円レートでは１ドル＝300円程度）にある。この低水準の実質実効円レートは、日米金利差のみならず日本の国際競争力の低下を反映

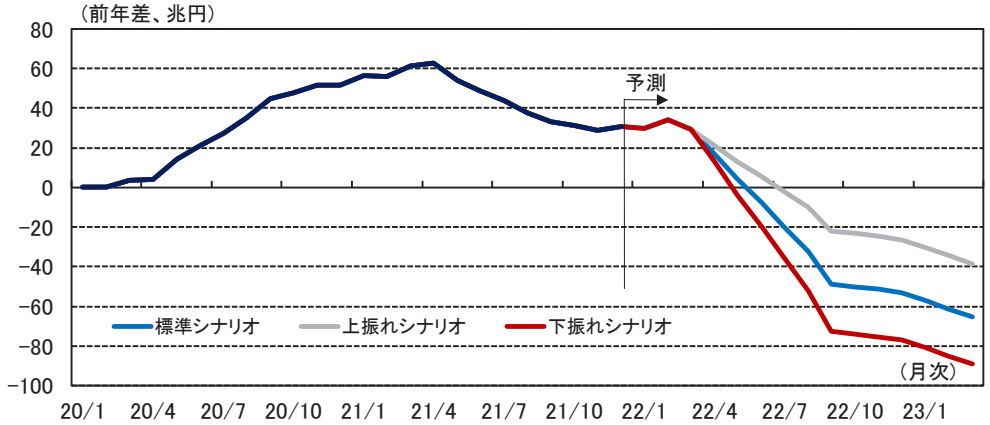
図表２　円の実質実効為替レートの推移

【円の実質実効為替レート（BIS：ナローベース）】

（注）直近は22年10月
（資料）BIS

図表３　コロナオペに関する３つのシナリオ

【コロナオペのマネタリーベースへの影響（前年差）】



（注１）直近は21年12月/予測最終時点は23年３月
（注２）標準シナリオは中小企業向けプロパー融資およびサービス業向け制度融資を延長。上振れシナリオは中小企業向けプロパー融資および全産業向け制度融資を延長/下振れシナリオは中小企業向けプロパー融資のみ延長
（資料）日本銀行・東京商工リサーチ・財務省『法人企業統計』をもとに日本経済研究センター推計

している（図表２）。円安是正には、日米金融政策運営のスタンスの変化と国際競争力の強化が必要である。競争力強化には、脱炭素社会に向けた産業構造の転換促進政策と遅れをとったデジタル成長戦略を一層強化すべきだろう。

米国の金融政策のスタンス変化は、インフレ率の動向いかんにかかっている。23年後半以降、米国でインフレ率が十分に低下しない場合でも、国内の失業率が４％を大きく上回り、米国企業が国際競争力を失い、経常収支赤字と財政赤字が拡大する場合には、ドル高の維持可能性に疑義が生じ、第二のプラザ合意の必要性が議論される可能性がある。この場合には円安は停止し、どこまで円高を許容するかが焦点になろう。

16年以降の日銀による「イールドカーブ・コントロール付き量的質的緩和政策」には綻びが目立っている。

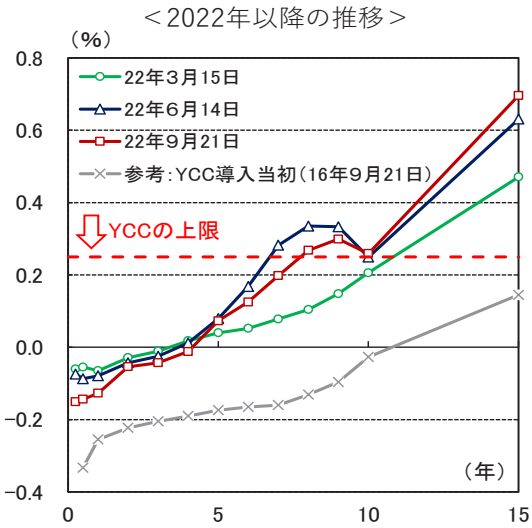
第一に、２％インフレ目標が安定的に達成されるまでマネタリーベースを拡大するという約束は、コロナ特別市場オペの部分的な終了によって果たすことができなくなった（図表３）。マネタリーベースは、８、９月と連続して伸びがマイナスとなったが、日銀から格別の説明はない。説明責任が問われている。

長期金利操作政策（イールドカーブ・コントロール政策）は、先物市場を含めた10年物国債市場の死（＝取引未成立日の増加）とともに政策も死を迎えている（図表４）。長期金利操作は、本来は短期政策金利の政策効果最大化を目指すもの（＝最適なイールドカーブ形成）であったが、10年物金利は、市場が予想する金利の先行き（OIS）を始め他の市場金利から隔離された状態にあり、政策目的を果していない。

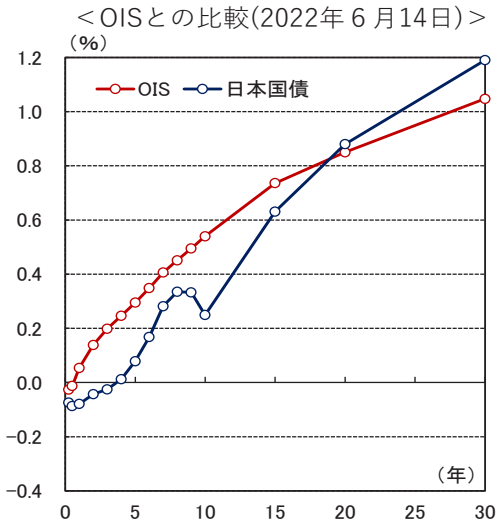
短期政策金利については、日本経済は先行き世界的な景気後退リスクに加え、需要不足の状況下（GDP ギャップは４－15兆円）では、金利引き上げは適切といえない。日本の中立的な実質金利（＝自然利子率）はマイナス0.5％と推計される。市場実質金利（マイナス３％）を大きく上回る状況にあり、景気刺激効果は大きい。

図表４　長期金利操作は市場金利からの乖離、最適イールドカーブからの乖離により死

【日本国債の利回り曲線（イールドカーブ）】



（注）YCC：イールドカーブコントロール
（資料）Bloomberg



（注）OIS：オーバーナイト・インデックス・スワップ
（資料）Bloomberg

長期金利操作政策が死を迎えていることを考慮すると、長期金利ならびに金融政策の先行きを示すフォワードガイダンスについては調整の余地がある。まず長期金利操作政策については以下の３つの選択肢がある。

(1)　上限金利0.25％を0.5％とする（※12月の日銀政策決定会合で0.5％に引き上げ決定）。

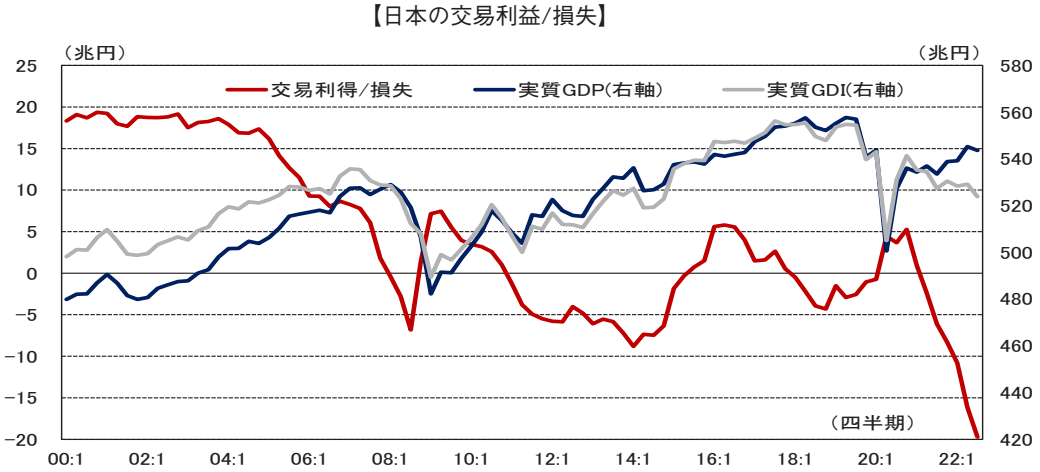
(2)　上限金利の対象を10年物国債から５年物国債に変更する。

(3)　上限金利を撤廃する。

市場への衝撃を緩和するためには(1)(2)が望ましいが、政策の死から逃れることは出来ない。最終的には(3)を選択し、現行短期政策金利に関するフォワードガイダンス、場合によっては短期政策金利の先行きを示すドットチャートの活用が望ましい。

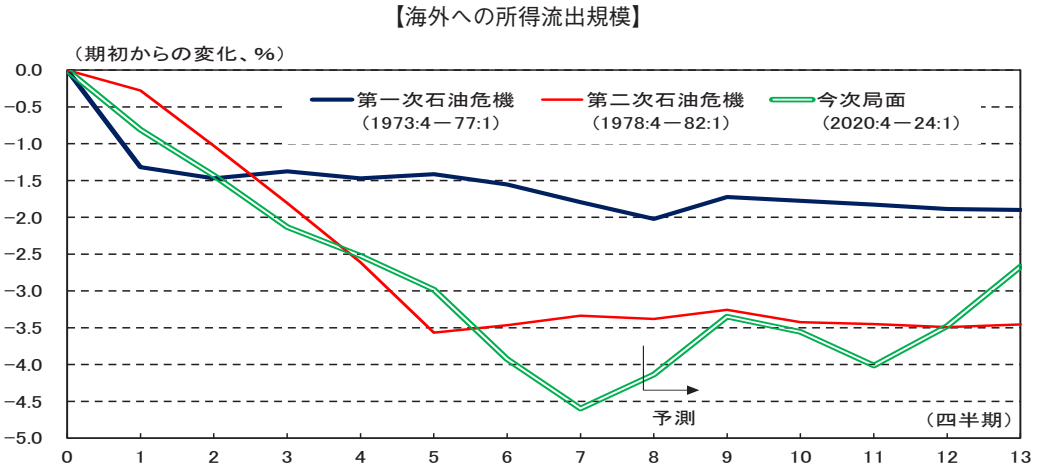
私は新たな長期金利誘導政策を展開すべきだと考える。かりに23年度に２％インフレ目標を安定的に達成することが困難である場合には、現行政策をいわば永遠に持続することになろう。

図表５　日本の GDI と GDP：交易損失



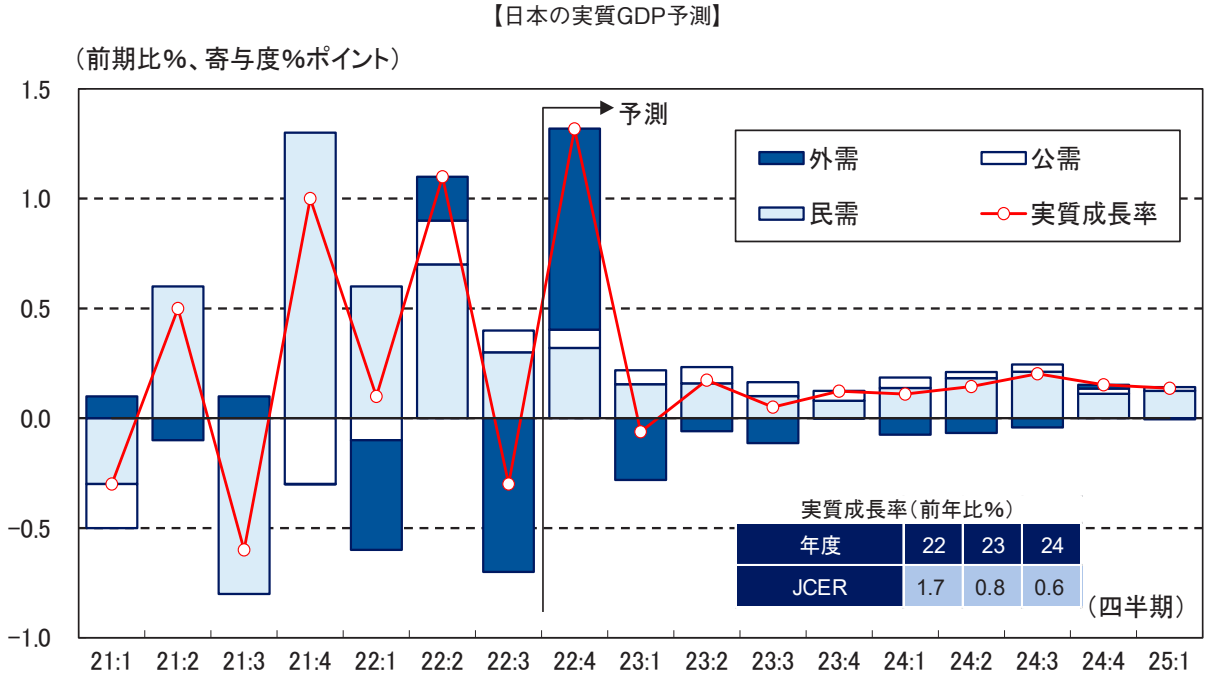
（注）直近は22：３
（資料）内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表６　海外への所得流出は第二次石油危機を超える



（注）交易利得（損失）の対実質 GDP 比 / 第一次・二次石油危機時は1990年基準の国民経済計算を用いた
（資料）内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表７　日本経済の見通し



（資料）内閣府『四半期別 GDP 速報』/ 予測は日本経済研究センター

２．日本経済の現状と見通し

日本経済の直近のデータをみると、2022年７－９月期の実質 GDP 成長率は前期比マイナス0.8％となった。輸入価格の大幅上昇による交易条件の悪化により実質国内総所得（GDI）はマイナス3.7％であった、この GDP と GDI の差は、海外への実質所得の流出である（図表５）。国外への実質所得流出幅は、第二次石油危機をやや上回る大きさに達している（図表６）。

生鮮食品を除く消費者物価指数は、22年10月は前年比3.6％（エネルギーも除くと2.5％、エネルギー・食料を除くと1.5％）上昇した。政府によるエネルギー補助金によって物価上昇は抑制されているため、物価上昇の実勢はこれより強いとみるべきである。

他方で、国内で発生した物価上昇率の指標である GDP デフレーターは22年７－９月期にマイナス0.3％となった。日本の物価上昇は「慢性デフレと急性インフレの組み合わせ」（渡辺努東京大学教授）との説があるが、私見によれば「慢性国内デフレと急性輸入インフレの組み合わせ」である。以上のような情勢の下で、日本経済は、22年度に1.7％、23年度に0.8％成長するものと予測している（図表７）。

世界経済に目を転じると、経済協力開発機構（OECD）はウクライナ戦争によりスタグフレーション圧力が加わるとみている。世界の成長率は１％低下し、インフレ率は2.5％上昇すると予測している。国際通貨基金（IMF）は22年に3.2％、23年に2.7％の成長率を見込んでいるが、同時にグローバルな景気後退のリスクに警鐘を鳴らした。リスクシナリオでは、23年の成長率は1.1％、先進国の成長率はマイナス0.1％である。世界貿易機関（WTO）が、23年の世界貿易の伸びを１％と予測しているのは、IMF のリスクシナリオと整合的である。