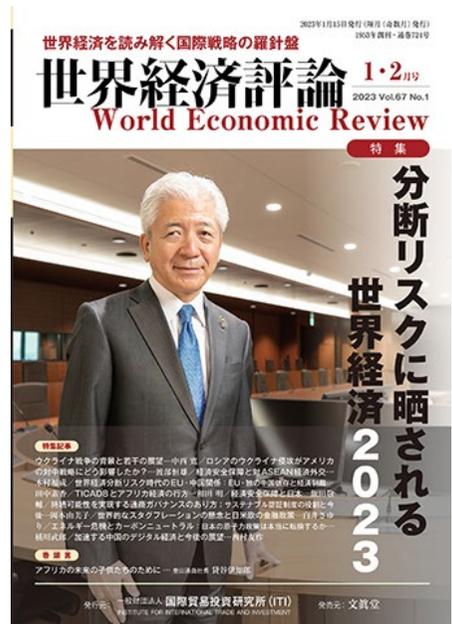


本論文は

世界経済評論 2023 年 1/2 月号

(2023 年 1 月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料
OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン書店

世界的なスタグフレーション の懸念と 日米欧の金融政策



慶應義塾大学総合政策学部教授 白井 さゆり

しらい さゆり アジア開発銀行研究所 Visiting Fellow&Advisor for Sustainable Policies を兼任。2020～21 年イギリス系 ESG サービス専門会社 EOS at Federated Hermes 上級顧問。2011～16 年に日本銀行政策委員会審議委員。近著：「SDGs ファイナンス」(日本 BP, 2022), 「カーボンニュートラルをめぐる世界の潮流」(文眞堂, 2022) など。

本稿では 2023 年の世界経済の見通しについて、とくに米国、欧州および日本におけるインフレと金融政策の現状と今後の動向について展望する。スタグフレーションは欧州とくにドイツやイタリアの方が米国や日本よりも発生する可能性が高いこと、2020 年夏に米国連邦準備制度理事会 (FRB) が導入した物価水準ターゲティングを取り巻く不確実性の高さについて指摘する。インフレ構造や長期インフレ予想および資産縮小などの欧米の金融政策判断の背景にある違いについても解説する。

I 2023 年の世界経済の見通し

2021 年から始まった世界的なインフレが 2022 年 2 月のウクライナ戦争を契機に加速し、世界ではエネルギー・食料価格の高騰に直面した。こうした中、米国連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長が 2022 年 8 月末にジャクソンホール国際会議の講演で、2%の低い安定したインフレ目標にできるだけ早く戻すために大幅な利上げを続ける意向を示したことが市場にはサプライズと受け止められ、米国の 10 年物の長期金利の上昇と株価の暴落をもたらした。

米国では 2022 年 7 月からインフレ率の低下傾向がみられ、欧州でも近くインフレ率は低下していくと見込まれる。しかしいずれも 2%目

標に戻るのには 2025 年以降になるとみられ、その間インフレ率が高水準で推移することで物価安定が脅かされるリスクへの懸念が根強い。また FRB の積極的な利上げ方針により、大半の国の為替レートは対ドルで減値し、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力をさらに高めている。低金利を維持する日本と利下げを行う中国やトルコなどを除くと、多くの中央銀行が利上げを進めており、市場では今後利上げの行き過ぎにより景気減速する懸念を深めている。

利上げとインフレ圧力の継続により、世界経済は減速しており金融市場は不安定化している。2023 年の世界の経済成長率は、前年の利上げの影響がラグを伴って効いてくるために 2022 年よりも低下すると予想されている。国際通貨基金 (IMF) は 2022 年 10 月に発表した世界経済見通しにおいて、世界の経済成長率を

表 1 世界と主要国・地域の経済成長率の見通し

	世界	米国	ユーロ圏	日本	ロシア
2022年 (直近:2022年10月時点)	3.2	1.6	3.1	1.7	-3.4
(前回:2022年4月時点)	3.6	3.7	2.8	2.4	-8.5
2023年 (直近:2022年10月時点)	2.7	1.0	0.5	1.6	-2.3
(前回:2022年4月時点)	3.6	2.3	2.3	2.3	-2.3

2022年は3.2%、2023年は2.7%とし、半年前の予測時点よりも各々0.4%、0.9%下方修正した。2023年に一段と景気減速感が高まる見込みである(表1を参照)。

米国では長期国債利回りの上昇で住宅ローン金利が2倍以上に大きく上昇しているため住宅市場は既に低迷している。経済成長率は2022年に1.6%となり、2023年は消費や設備投資の低迷も加わって1%と、いずれも大幅な下方修正となったがマイナス成長は予想されていない。しかし、後述するようにFRBが2023年秋頃までに5.5%程度まで利上げをしていくと、2023年にかけてマイナス成長に陥る可能性は否定できない。2%のインフレ目標を実現するために、FRBはトレンド成長率を下回る経済成長率を続け、それによる求人件数の減少や失業率の上昇をもたらす必要があると判断している。

ユーロ圏の経済成長率については、2022年には前半の景気回復が低金利や欧州連合(EU)の復興基金もあって2022年は3.1%へ上方修正されたが、2023年には0.5%へと大幅な下方修正がなされている。今年と来年の冬場に代替先が十分見つからずに天然ガスの不足に直面する可能性があり、ロシア産のガスへの依存度が高いドイツやイタリアではマイナス成長に陥ると予想されている。日本については低金利と相対的に緩やかなインフレの下でサービス産業の

回復が続いており設備投資も積極的なため2022年は1.7%、2023年は1.6%と、安定した経済成長が見込まれている。なおロシア経済については西側による幅広い経済制裁にもかかわらず当初予想したよりも景気の落ち込み幅が少なく失業率も悪化していないことが注目される。

II インフレの現状と見通しおよび 欧米の金融政策

一般的にエネルギーなどの商品価格の上昇はそれ以外のモノ・サービスとの相対価格の上昇をもたらすが、本来、相対価格の上昇だけではインフレ圧力は高まらない。しかし、エネルギーなどの価格上昇が、肥料、ガソリン、電気料金、物流費の高騰などを通じて幅広いモノやサービスの物価を押し上げるようになるとインフレ率が上昇する。現在世界で起きているのはこうした状況である。

1. 長期インフレ予想とスタグフレーション リスク

先進国が採用する2%のインフレ目標を大きく超えるようなインフレ率が継続すると、市場参加者や家計・企業の長期的なインフレ予想(たとえば10年先に予想されるインフレ予想)も上昇を始めると考えられる。長期的にもインフレ率が高く推移するであろうとの予想が形成

されると、実質賃金と購買力の低下を懸念する労働者たちによる賃金引き上げ要請が高まっていく。新型コロナウイルス感染症危機以降、労働参加率が以前ほどの高さに戻らない米国のように著しい人手不足の状況では、ストなどの労働争議の頻発あるいは高い離職率によって企業は賃金上昇に応じざるをえなくなる。その結果、企業は原材料価格や賃金などの生産費用が上昇していくのを見越して、利益マージンを確保するために販売価格を引き上げようとする。販売価格の高騰がさらに賃金上昇を招き、賃金と物価の上昇スパイラルが生じるとインフレ圧力は高止まったままとなり、物価の安定が脅かされるリスクがある。

石油や農産物を始め多くの商品価格は、2022年6月下旬から振れはあるものの下落傾向にある。この下落には、投機筋による金融取引が減ったことやトルコと国連の仲介によりウクライナの黒海の港からウクライナ産の穀物の輸出が可能になったことのほか、中国やインドを始め対ロシア制裁に参加しない多くの途上国・新興国が割引価格でロシアからの石油の輸入を増やしているほか、最大需要国・中国の経済減速も影響していると思われる。

とはいえ多くの商品価格は2021年の水準に戻った程度でまだかなり高い水準にある。このためインフレ率は今後緩やかなペースで低下していくものの、物価が高騰した状態は続くと思込まれる。ウクライナ戦争で西側とロシアの対立が激化し、ロシア産のガス供給がほとんど止まっているため欧州のガス価格は米国よりも高い水準にある。加えて2022年12月からのロシア産の原油・石油製品に対する上限設定措置などの新たな制裁措置が、西側の思惑どおりロシアの石油価格の低下につながるのか、あるいは

逆に上昇につながるのか予測が難しい。いずれにしても2023年は米国よりもインフレ率が高止まりすると見込まれる。

物価の安定を判断するにあたり、重視されているのが長期インフレ予想の動向である。米国の長期インフレ予想は、家計、企業、エコノミスト、市場データなどをみると2022年6月頃まで上昇していたが、その後は低下している。このため、FRBは長期インフレ予想については概ね2%程度で安定していると判断している。しかし、ユーロ圏では長期インフレ予想が上昇していることから、欧州中央銀行(ECB)は現状を放置するとインフレ予想が不安定化するリスクを指摘している。ただしどちらもインフレ率が2%を超えており、長期インフレ予想が不安定化するリスクを警戒している点で共通している。

多くの中央銀行は利上げを前倒しで進めて需要をあえて抑制することでインフレを低下させなければならないと考えている。たとえインフレの主因が欧州のようにエネルギー価格など供給要因が中心であり、米国のような需要の強さも同時にインフレを押し上げている状況にはなくとも、中央銀行は物価安定を実現する責務があるため利上げを急ぐ必要があるとの判断である。とはいえ供給側のインフレ圧力が残る中で、利上げを過度に進めてしまうとインフレが高止まりしたまま、需要の低迷によって景気後退が進行して、最悪の場合はマイナス成長に陥るスタグフレーションが起きる可能性が世界的に意識されている。

2. 欧米のインフレと利上げの見通し

2022年のインフレ率は、ユーロ圏では1999年のユーロ導入以来、米国では1981年以來の

高い水準となった。米国ではエネルギー価格の上昇率が低下しているため、インフレ率が同年6月に9.1%のピークをつけてからは低下しており、2022年9月に8.2%をつけている。ただし、食料や家賃の上昇圧力はまだ強いため楽観はできない状況にある。IMFによれば、インフレ率は2022年の7.9%から2023年には3.8%へ低下していくと予想されている。

一方、ユーロ圏のインフレ率は上昇を続けており、2022年9月には10%へ上昇した。IMFによればインフレ率は2022年に8.3%、2023年には5.7%へ低下すると予想しているが、下げ幅は米国よりも緩慢である。

米国は内需の強さもインフレ圧力を高めているが、欧州はガス価格高騰がインフレ圧力の主因であるため、そうした需要の強さの違いも反映して、FRBによる政策金利の利上げペースがECBよりも大きくなっている。FRBは2022年3月に最初の利上げに踏み切って以来、同年11月現在3.75~4%に達している。2022年9月の連邦公開市場委員会（FOMC）メンバー見通し（中央値）によれば、2023年に到達する最終着地点は4.5~4.75%と予想されていた。しかし、その後の11月会合でパウエル議長はこの見通しより金利を引き上げる可能性を指摘し、終了時期を議論するのは「時期尚早」と発言したため、市場では利上げ見通しを上方修正した。現在は2023年秋頃までに5.5%程度への引き上げ見通しになっている。

一方、ECBは、2022年7月に最初の利上げを実施し、0.5%引き上げてマイナス0.5%の預金金利を撤廃し、主要政策金利（メインリファイナンス金利）を0%から0.5%へ引き上げた。同年9~10月には0.75%の引き上げ幅により、預金金利と主要政策金利は各々1.5%

と2%へ上昇している。市場では2023年までにさらに段階的に合計1.5%程度の引き上げがなされて、各3%程度と3.5%程度に達すると予想している。景気後退懸念が強いこともあって利上げペースは緩やかであるが、インフレ率の引き下げのために2023年も思い切った利上げを続けていかなければならないと見られる。

3. 資産縮小を進めるFRBと資産縮小の検討を始めたECB

FRBは利上げを続けながら、9兆ドル程度に膨張した金融資産を減らしていくために2022年6月から資産縮小（量的引き締め）を開始している。削減ペースを予測可能な形にするため、毎月適用する上限を決めて上限を超える分のみ償還が到来した債券の再投資を実施している。2022年9月までの上限は、国債が300億ドル、エージェンシー住宅ローン担保証券（MBS）などが175億ドルとされたが、9月以降は各々600億ドルと350億ドルへ引き上げられてその後は同水準が維持されている。

FRBは保有する資産残高をどの水準まで削減するのか明確にしていないが、適切とみなせる準備預金残高水準を模索し、到達が近いと判断されると徐々に縮小ペースを減速させてから停止する計画である。ニューヨーク連邦準備銀行が実施した2022年9月のプライマリーデーター調査（中央値）によれば、FRBの金融資産残高は2024年末までに6.7兆ドルまで減ると予想されている。

政策金利の引き上げと資産縮小により米国の長期金利は上昇圧力が高い。しかし、長期インフレ予想が安定を取り戻したことや景気減速懸念が長期金利の上昇を抑制する可能性もある。海外からの米国国債への需要増加も長期金利を

下押しする。その結果、米国の国債利回りは、満期が短い金利ほどFRBの政策金利の引き上げを反映して上昇するが、長期金利はそれほど上昇しないので、イールド曲線は逆イールド曲線を描いている。長期金利は2022年6月に3.5%程度のピークに達してからは一旦は3%を下回っていたが、8月末のジャクソンホール講演以降は4%を超えて上昇している。ブレイクイーブンインフレ率やインフレスワップレートなどの市場ベースの長期インフレ予想は低下しており、タームプレミアムもさほど上昇していないことから、長期金利の上昇は主にFRBの積極的な利上げ見通しを反映している。

FRBとは対照的に、ECBは資産買い入れを停止してからは再投資を続けて保有資産残高を維持している。2022年3月に開始した「パンデミック緊急買い入れプログラム」(PEPP)は、通常の資産買い入れプログラム(APP)の適格格付けの条件を満たさないギリシャ国債を含めて総額1.85兆ユーロ相当の債券を買い入れたが、2022年3月末で買い入れを終了し、少なくとも2024年末まで再投資を実施する予定である。またギリシャやイタリアなどのストレスの高い国の国債利回りが急上昇して国債市場が分断されるのを回避するために、再投資の際に各加盟国のECBへの資本金比率に応じて同国の債券に投資すべきところを、必要があればストレス国の債券投資への切り替えを決めている。実際にギリシャやイタリアなどの国債へより多くの再投資を実施している。それでも長期金利差が拡大し市場の分断が生じる場合には、持続不可能な財政・マクロ経済の不均衡がないことなどを条件にして無制限にストレス国の債券を買い入れる新しい手段「トランミッション保護手段」(TPI)を2022年7月に導入

した。今後果たしてTPIが発動されるのかが注目される。

一方、APPについては2022年7月に買い入れを停止し再投資を続けている。再投資期間を設定しておらず、再投資ではPEPPのようなストレス国に配慮した再投資は行っていない。政策金利の引き上げによる景気後退圧力を和らげるためにも、ECBによる資産縮小(量的引き締め)は比較的長く実践されない可能性が高いとみられていた。しかし、ドイツ中央銀行総裁などにより資産縮小をすべきとの発言も聞かれるようになっており、ECBは、インフレ圧力を抑えるために資産縮小も視野に入れ始めた。次回12月の理事会では、APPを中心に資産縮小計画について主要な原則を示すことを明らかにしている。

4. FRBの物価水準ターゲティングが高める金融政策の不確実性

FRBは2012年に2%の長期目標を明示化したが、その後、大半の時期でインフレ圧力が弱い状態が続いていた。そこで、2020年8月に金融政策の枠組みを、それまでの「(フレキシブル)インフレーションターゲティング」から「物価水準ターゲティング」へ転換している。日本や欧州を始め多くの中央銀行はインフレーションターゲティングを採用し続けているが、FRBは理論的により金融緩和スタンスを示すことができる物価水準ターゲティングを採用し、インフレ圧力を高めようとしたのである。

インフレーションターゲティングでは、過去に長い間インフレ率の実績値が2%を下回る状況が続いたとしても、過去の低いインフレ状況を考慮に入れず、常に将来に向けて2%程度のインフレ率を中長期的に実現するように政策運

営を行う仕組みである。これに対して、物価水準ターゲットでは、過去に2%を下回った時期が長期化している場合には、その分だけ将来的により長く低金利を続けることを示すコミュニケーションを伴う金融政策の仕組みである。たとえ経済状況が好転しインフレ率が2%を超えたとしても、過去に2%を下回った時期を含めて平均して2%程度を実現することを目指しているため、利上げをせずしばらく2%を超えるインフレを維持することになる。だからこそ物価水準ターゲットは、理論的にはインフレーションターゲットよりも金融緩和効果を生み出せると考えられている。

この変更を反映させるために、2020年9月FOMC後の公表文では、政策金利の今後の方針（フォワードガイダンス）について、雇用最大化の表現は維持しつつも、物価安定の表現を変更して、「インフレ率が2%まで上昇し、2%を少し超える状況が軌道に乗る状況になるまで」という表現を導入した。この2%を超えるという表現に対して2021年9月の公表文では「しばらくの間」維持するといった表現が追加され2%を超えてもより長く金融緩和を続けることを強調し、同表現は2021年12月まで継続した。

しかし導入後は理論で期待されるような長期インフレ予想が上昇する効果は確認できなかった。その原因として、インフレ率が2%を超えた場合、どの程度まで許容するのか、あるいはどの程度の期間まで続けるのかなど具体的な表現を使っていないため、従来の枠組みとの違いが分かりにくいことも影響したと思われる。

その後は予想外の速さでインフレ率が上昇し始めて2%を大きく上回るようになっていく。物価水準ターゲットを維持するのであれ

ば、平均して2%のインフレ率に見合うようにここ1-2年の高いインフレ率を相殺するほどの低いインフレ率が必要になる。そのためには物価水準を引き下げていかななくてはならない。物価水準を下げるのは、インフレ率の引き下げの場合よりも（6%を大きく超える）大幅な利上げが必要になるので、深刻な危機後退を招きかねない。そのためFRBの情報発信ではそうした方向性は示されておらず、むしろ将来のインフレ率を2%に戻すことを目指すインフレーションターゲットに復帰したかの印象を与えている。この金融政策枠組みに関する曖昧さが、FRBの利上げの方向性を分かりにくくしている面がある。結果として、物価水準ターゲットは導入当初からFRBが想定したようには機能していないように見える。

Ⅲ 日本経済と日本銀行の金融政策の行方

最後に、日本経済については2022年4-6月期から景気回復が進みつつあり、とくにサービス消費は人の動きが加速したことや外国人旅行者の流入規制を緩めたこともあって回復途上であり、雇用も増えており労働市場もタイト化しつつある。インフレ率は2023年初めまで2~3%を維持するが、2023年4月からは前年の裏の効果もあり2%を下回っていくと見込まれている。IMFによればインフレ率は2022年の2%から2023年には1.4%へ低下すると予測されている。

1. 日本銀行の金融政策と円安・ドル高の動向

日本銀行の金融政策は、長短金利操作を中心に運営されている。2016年1月には銀行など

金融機関が日本銀行に預ける当座預金（日銀当座預金）残高の一部にマイナス0.1%金利を付与する「マイナス金利」の導入を決定し、これに加えて同年9月に10年国債利回りを0%程度で安定させる長短金利操作を採用した。このうちの10年金利目標については2018年に±0.2%の変動幅を導入し、2021年3月には±0.25%へ引き上げている。

長短金利操作を導入した2016年9月以降は、資産買い入れ額を減らしてきた。2020年の新型コロナウイルス危機対応で一時的に資産買い入れを大きく増やしたが、2021年からは買い入れ額を再び減らしている。ETFやJ-REITについては各々年間約12兆円と年間約1,800億円の増加ペースを上限に必要に応じて買い入れを行うとしたが、2021年3月以降ほとんど買い入れていない。

国債については、FRBの利上げ観測もあって2022年から急速な日米の金利差によって円安ドル高が進んだ局面で、2022年6月に海外のヘッジファンドによる投機的取引が拡大し、10年金利が0.25%を上回るようになったために0.25%上限を維持するための指値オペを繰り返して国債を大量に買い入れて上限を防衛した。2022年6月下旬には、米国の10年金利の低下により、円安ドル高の急伸が収まって日本の長期金利は0.25%を下回るようになっていた。しかし、2022年8月末以降の米国の長期金利の上昇により日本の長期金利にも上昇圧力がかかっており再び指値オペを増やしている。ドルの全面高の中、円の対ドル為替レートも140円を超えて円安が進んでいる。2022年9月22日に145円に達した段階で財務省が2.8兆円の為替介入を行い、一旦は140円台まで円高が進んだが、その後は145円近辺に戻り、10

月半ばには米国の長期金利の一段の上昇により148円台をつけた。10月には21日を中心に円ドルレートが152円に達した際に6.3兆ドルをつかって円を防衛した。その後は、インフレ率が予想以上に低下し米国金利上昇がとまったことで140円を下回っている。

インフレ率は2014年度の消費税率の引き上げの局面以外は2%を大きく下回る状況が続いてきた。しかし2022年4月以降は2%を超えており、エネルギー・食料価格に加えて、円安による輸入物価上昇圧力が大きくなっている。インフレ率は2022年8月に3%に達したが、エネルギーや生鮮食品を除くと2%を下回っており、インフレ基調は欧米よりも安定している。需給ギャップがマイナスの領域にあり需要拡大によるインフレ上昇は実現できていない。企業は輸入物価の上昇分を少しずつ販売価格に転嫁しているが、サービス価格が低迷しているため米国と比べて転嫁は限定的である。賃金の伸び悩みも課題で、ここには企業の労働生産性の低迷が影響している。ただし将来的には労働人口の減少により人手不足が次第に深刻化していくとみられ、賃金の上昇圧力が高まる可能性もある。

2. 日本銀行のフォワードガイダンス

現在の日本銀行のフォワードガイダンスは2種類ある。ひとつは、「日本銀行は、2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を継続する」という内容である。もうひとつは「マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」である。

前者は、長短金利操作付き量的質的金融緩和の継続を、消費者物価ベースの「インフレ率を2%で安定的に持続する」に紐づける経済状況ベースのフォワードガイダンスである。後者は、マネタリーベース（日本銀行当座預金と銀行券発行残高）の拡大について、生鮮食品を除いたインフレ率が「安定的に2%を超えるまで」という状況に紐づける経済状況にもとづくフォワードガイダンスに相当する。前者は2013年に量的・質的金融緩和を導入したときから採用しており、現在は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」へと表現を変更しているが、基本的に同じような表現を維持している。後者のフォワードガイダンスは2016年に長短金利操作を導入した際に追加されたものである。

こうしたフォワードガイダンスにより、市場や家計・企業の長期予想インフレ率に働きかけて、2%程度に引き上げることを目指している。また実際のインフレ率や、長期予想インフレ率が安定して2%程度で推移するようになれば、実質金利は短期・長期ともにマイナスとなるため、金融緩和効果が高いと日本銀行は考えている。

フォワードガイダンスについては、二つ目のフォワードガイダンスに明記されているマネタリーベースが実際には減少に転じており、それとの整合性が注目されている。2020年3月に新型コロナ危機対応で、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション」を導入し、金融機関に満期は1年以内で0%の貸付利率で流動性を供給する制度を導入した。この制度では担保要件が緩和され、金融機関が日本銀行に預ける当座預金残高に適用する利率（日

本銀行が金融機関に支払う預金金利）をプラスにすることで、金融機関にとっては日本銀行からの借り入れ金利（0%）よりも日本銀行に預ける当座預金の付利が上回るため、借り入れインセンティブを高めることで企業・家計への融資を促すことを意図した。政府による無担保無利子融資制度もあって銀行による民間部門への融資が拡大していたため、そうした融資実績をもとに日本銀行からの借り入れが拡大したことで、日本銀行の金融資産が膨張する要因となっていた。しかし、同の制度は2022年3月末から段階的に縮小しており、一部は2023年3月まで延長したものの終了している。金融機関からの返済が増えていくため日本銀行のバランスシートを下押しする影響が強まっている。

いずれにしても景気回復を確実にするためにも、日本銀行は現在のような総合で3%前後のインフレが続く場合には、景気回復の下支えを優先させるために長短金利操作は当面維持していくと思われる。日本銀行は2022年6月以降に変動幅の拡大を強く否定しているが、これは投機的取引を回避しかつ欧米のような長期金利の急上昇をもたらすリスクを回避するためと思われ、今後も現状維持がなされる可能性が高い。円安がさらに進む場合には10年金利の目標レンジを拡大することは不可能ではないと思われるが、財務省による円安急進への牽制発言と効果的な為替介入の組み合わせが最初の防衛線になるとみられる。金融政策の変更を行う場合は、時間をかけて市場との対話を慎重かつ丁寧に行うことが重要になる。