

対照的な FRB と日銀の出口戦略

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

新型コロナの感染爆発が始まって2年が経過するが、緊急避難的に採用された各国のコロナ対応の金融緩和政策は一段落し、正常化に向けた出口戦略が動きだしている。しかし、3月16日にゼロ金利政策を解除し、今後も利上げの継続を示唆している米連邦準備理事会（FRB）と2月に長期金利の上昇を阻止する目的で指値オペを導入した日銀とでは政策の方向性に大きな違いがある。日米金利差拡大により円が1ドル120円台に下落するなどマーケットは波乱含みである。

コロナ感染以降の動きを振り返ると、FRBは2020年初めに①ゼロ金利、②量的緩和（QE）、③CP買入れなど短期オペを通じた企業金融支援、を軸に政策を総動員してコロナ危機に立ち向かった。財政政策との連携効果もあって、雇用の最大化と物価安定目標の本格的進展が確認されたので、21年11月の連邦公開市場委員会（FOMC）で資産のネット買入れの段階的縮小（テーパリング）を決定し、月1200億ドル（国債800億ドル、住宅ローン担保証券400億ドル）の買入れを段階的に縮小して、今年3月で終了した。量的政策はこれに止まらず、今後、資産の保有残高を減らす金融政策の正常化のギアを一段と上げる予定である。3月のFOMCでは同時にFF金利を0.25%引き上げてゼロ金利政策を解除することを決め、更に継続して利上げする方針を示している。

一方、日銀はコロナ対策の目玉として企業支援の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」を採用、それは「新型コロナ対応金融支援特別オペ」とCP・社債の買入れ増加からなる。特別オペについては20年3月の8兆円か

らスタートし、4月の25兆円、5月の55兆円、6月の90兆円へと拡大させた。CP・社債の残高はコロナ前のCP2.2兆円、社債3.2兆円から20年3月にCP3.2兆円、社債4.2兆円に引き上げ、4月以降はCP・社債の残高合計20兆円を上限で買入れるとしていた。一応、2年間のコロナ対策の効果から、企業の資金繰りの改善が見られたとして、21年12月の政策決定会合で特別オペは中小企業向けは残すが、大企業向けや住宅ローンなど民間債務担保分は3月で終了するとした。また、CP・社債の増額措置も3月で終了して、4月以降は買入れペースをコロナ前に戻し、残高もコロナ前のCP約2兆円、社債約3兆円の水準に徐々に戻していくとしている。

長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）については短期金利▲0.1%（日銀当座預金のうち政策金利残高に適用）～長期金利ゼロ%程度（10年物国債）の金融市場調節方針は据え置いたままであり、インフレ圧力の増大で世界的に長期金利が上昇を見せている中でも、長期金利のゼロ%程度を死守すべく、0.25%で無制限に国債を買入れる（買支える）指値オペを通知するなど、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の旗を降ろす気はなさそうだ。一方、資産買入れについては、長期国債の保有残高増加は20年4月に「年80兆円のめど」を外して、「上限を設けず」買入れるとしたが、現実には21年末の国債保有残高が前年比で14兆円も減少しており、量的緩和政策は実質的には終了している。あと、ETF（上場投資信託）とJ-REIT（不動産投資信託）については20年3月に年間残高増加ペースを2倍に、それぞれ12兆円、1800億円とした程度である。

上記の如く、FRB はコロナ対応の緊急避難的措置を終え、更に一步進めて量的にも質的にも本格的な出口戦略に踏み出そうとしているのに対して、日銀はコロナ対応措置に関しては縮小を決めたが、長短金利操作の根幹にヒビが入らないよう、指値オペを導入して長期金利の上昇を力づくで阻止しようとするなど米国とは一線を画している。この日米の金融政策の温度差は何処から来ているのだろうか。そこで、日米の景気とインフレの現状を比較してみよう。

まず、コロナ感染以降に採用された財政刺激策について見ると、米国はトランプ政権時代に3.8兆ドル、バイデン政権の3.1兆ドル（「米国救済計画」1.9兆ドル、「インフラ投資計画」1.2兆ドルが成立、「社会福祉法案」1.75兆ドルは審議中）を併せると6.9兆ドルに達しており、GDPの30%と巨額である。日本は新型コロナウィルス感染症緊急経済対策に基づく20年度第1次補正で25.7兆円、第2次補正で31.9兆円、第3次補正で19.1兆円、21年度補正で31.6兆円（22年度に持越す分を除く）となっており、合計108.3兆円はGDP比で20%に相当する。日米ともに相当規模の財政発動であることには変わりない。

景気の実態を見ると、米国の21年10～12月期の実質GDPの前期比年率は7.0%、前年同期比は5.6%と順調な回復を示している。実質GDP（金額）はコロナ前のピークである19年10～12月期の19.2兆ドルを既に21年4～6月期に超えており、10～12月期は19.8兆ドルに達している。需要項目に目をやると、実質個人消費の前年同期比は7.0%、小売売上高の前年同月比は17.6%、実質設備投資は6.6%、設備投資関連指標の非国防資本財受注（除く航空機）は10.2%と強い。住宅着工戸数は22.3%と上昇トレンドを続けており、住宅価格指数は住宅バブルピーク時の2006年7月の206.5を遥かに上回る285.6ポイントまで上昇している。また実質輸出は5.2%、通関輸出の伸びは15.4%と大きく戻している。

雇用についてはコロナ直後に2200万人の雇用が失われたが、22年2月までに1990万人が職場に戻ってきており、あと210万人増加すれば、コロナ前に回復することになる。失業率はコロナ前の最低水準の3.5%からコロナ直後に14.7%まで急上昇したが、22年2月には3.8%にまで低下している。FRBの視点では雇用の最大化の目標は再び達成されたと言っても良いだろう。インフレに関しては国内景気の活況に加えて、コロナの世界的感染拡大によるエネルギーや穀物など資源価格の高騰に加えて、ロシアのウクライナ侵攻が追い討ちを掛けている。2月の消費者物価は7.9%（コアは6.4%）と異常に高い伸びを見せており、しかも、市場の期待インフレ率（10年物BEI）が3%近くまで上昇して、物価目標2%を上回っているのはFRBとして看過できない。

日本の実質GDPは21年中の四半期の動きを見ると、前期比はプラスとマイナスの一進一退を繰り返している。前年同期比は3期連続のプラスとなっているが、10～12月期はわずか0.4%の伸びしかなく、極めて回復のテンポが鈍いと言わざるを得ない。しかも、実質GDP（金額）は540.2兆円とコロナ前のピークである19年7～9月期の544.6兆円に依然として追いついていない。需要項目別では民間最終消費の前年同期比は1.5%、設備投資は0.0%、住宅投資は▲0.7%、輸出は5.9%だが、全ての需要項目の実質金額がコロナ前に戻っておらず、コロナからの復興局面にも関わらず、米国の景気回復が顕著なのに比較して、かなり見劣りがする。インフレ率については消費者物価総合が0.9%とプラスだが、生鮮食品とエネルギーを除くと▲1.0%と依然マイナスに止まっている。携帯料金値下げの影響が一巡する4月以降は伸びが高まるものの、それでも米国とはかなりの差がある。

このように日米の景気回復のスピードとインフレ率の違いがFRBと日銀の出口戦略のコントラストを生み出している原因であること

が分かる。特に GDP の大きなシェアを占める個人消費の伸びが米国の7.0%に対して、日本が僅か1.5%と大きなギャップが生じていることに注目したい。消費は所得の関数であり、所得の中核である賃金の伸びを比較してみると、米国はコロナ前は2.5～3%、コロナ後は乱高下はあるにしても概ね5%の高い伸びを見せている。一方、日本の賃金の伸びはコロナ前5年間平均0.4%に対して、コロナ後は▲0.5%とマイナスに落ち込んでいる。財政支援で家計所得を補填しても、日米の賃金の伸びにこれだけの格差があれば、景気回復とインフレ率に差が生じるのは無理もないと思われる。

それでは何故、日本の賃金は伸びないのか。実はバブル崩壊から30年が経過するが、賃金は依然として90年代後半の水準に回復していないのに驚かされる。これは世界にも例を見ない異常事態である。その理由はバブル崩壊と異常な円高に見舞われた日本企業が価格競争力の維持という視点で賃金抑制に動き、更に低賃金労働を求めて工場の海外移転を加速させたからである。これでは労働組合側も雇用重視の観点から経営者側が要求する賃金抑制を受け入れざるを得なかった。

視点を変えると、バブル崩壊と円高に翻弄された日本企業が価格競争力の維持に目を奪われて、技術力や品質などの非価格競争力で難局を乗り切るという覚悟に欠けていたからと言わざるを得ない。先進工業国が後発の新興国の挑戦に晒されるのは世の常である。新興国との賃金格差を前提とすれば、価格競争力を維持するには賃金を切り下げしかないが、それでは消費を押し下げ、投資も喚起されず、潜在成長率の低下を招くだけである。よって、本来選択すべき道は産業構造の転換、即ち新興国の追随を許さない高付加価値型の産業構造にシフトしていくことである。

バブル以前の日本経済は環境変化に対する高い適応能力が強みと言われ、1971年のニクソンショックや1973年の第1次オイルショック

という二大危機を上手く乗り切った。特に石油ショックの翌年に通産大臣の諮問機関である産業構造審議会が「産業構造の長期ビジョン」を策定し、産業構造の転換はニーズ、テクノロジー、国際経済環境の変化によって起きるとして、前年のオイルショックによるエネルギー価格高騰を受けて、省エネルギー型の産業構造への転換という具体的な目標を明示した。そして、日本企業は一丸となって省エネを推し進め、日本製品の国際競争力は飛躍的に高まり、黒字大国の1980年代につながっていった。

一方、日本の躍進の結果、当時の米国は貿易面で競争力を失い、巨額の貿易赤字に苦しむ瀕死の病人といった有様であった。しかし、1985年に米国の産業競争力委員会がまとめた「グローバル競争、新しい現実」、通称ヤング・レポートはイノベーション重視による産業構造の変革、優遇税制による研究開発投資の促進、新技術の創造と知的財産の保護、教育支援による人材開発を提言し、それは90年代に入ってクリントン政権で取り入れられて、IT革命という形で結実していった。

逆に80年代にジャパン・アズ・ナンバーワンと煽てられ、バブルで踊った日本経済。バブル崩壊後は成長を何処かに置き忘れてきたような体たらくである。もちろん、90年代以降、歴代政権が成長戦略を基に構造改革に取り組んできたのは否定しないが、残念ながら潜在成長率が上昇したというエビデンスは見当たらない。現状の日本経済はイノベーションで米中の後塵を拝し、このままでは地盤沈下が進むばかりである。岸田政権はDX（デジタル・トランスフォーメーション）の推進を軸とする成長戦略と構造改革を掲げているが、日本経済が確かに変わった、と実感できるような目に見える成果を期待したい。結論として日本のデフレの原因は成長力の問題に突き当たる。もういい加減に金融緩和でデフレ脱却という幻想は捨てて、基本に戻ってイノベーションと産業構造の転換による成長力の強化に注力すべきだろう。