

みずほマーケット・トピック(2024年10月17日)

インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？

立憲民主党が次期衆院選の公約で打ち出した物価目標が一部で注目を集めている。公約では日銀の物価安定目標を「2%」から「0%超」へと変更することが提唱されている。これをどう評価すべきかという照会を複数頂くため、筆者なりの所感を提示したい。結論から言えば良い部分と悪い部分がある。悪い部分から言えば、「2%」を「0%超」に修正するという情報発信は不必要に日銀のタカ派色をアピールする恐れがある。表現として単純過ぎるため、意図しないタカ派解釈から想定外の円高・株安を惹起しかねない。現に、この方針に対し「タカ派的過ぎる」との批判は多い。片や、良い部分は「2%を無理やり目指すことはしない」という意図を孕んでいることだ。インフレ目標に対し柔軟性を与える意識は今後ますます重要になる。そもそも世界的に「2%」が採用されているのは「皆が2%で設定しているから」という側面が大きく、理論的根拠はない。必然、それを実現するための期間を厳格に区切ることに意味はない。結論としては、今のアコードに関し、「できるだけ早期に」を削除するだけで状況は大分改善するだろう。

～「0%」超の解釈～

立憲民主党が次期衆院選の公約の中で「新しい金融政策への転換」と銘打ち、日銀の物価安定目標を「2%」から「0%超」へと変更するとともに、政府・日銀の共同目標として「実質賃金の上昇」を掲げる方針を提示したことが一部で注目されている。この方針をどのように評価するかという照会を複数頂くため、筆者なりの所感を提示したいと思う。結論から言えば良い部分と悪い部分がある。

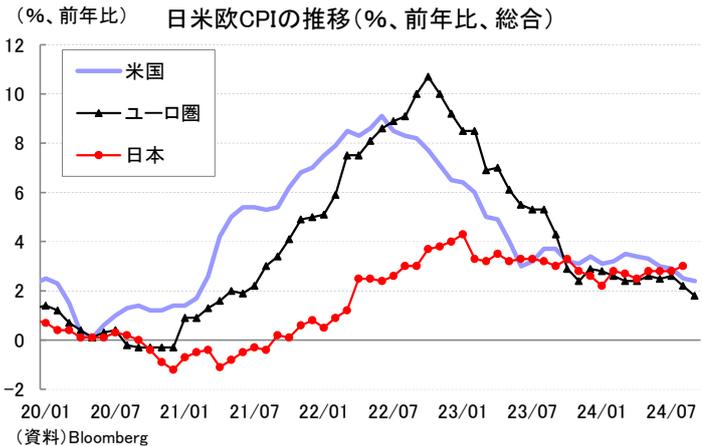
先に悪い部分から言えば、「2%」を「0%超」に修正するという情報発信は不必要に日銀のタカ派色をアピールする恐れがある。もちろん、1.8%や1.5%でも「0%超」なのだから、過度な引き締めを意味するわけではない。しかし、「2%」を「0%超」にするという字面が持つインパクトは大きい。市場参加者ひいては市井の人々にとって金融政策運営の善し悪しは残念ながら第一印象で決まりやすい。表現として単純過ぎるため、意図しないタカ派解釈から想定外の円高・株安を惹起しかねないだろう。現に、この方針については「タカ派的過ぎる」との批判が非常に多い。

この点、泉健太・前立民代表はX上で『「0%近傍」という意味ではなく、『プラス領域』という意味』と釈明に追われている。また、同党におけるネクスト財務金融相である階猛議員も「明らかな誤解。我々は物価0ではなく実質賃金プラスを目標にしている」、「物価0%を目指すことはなく、実質賃金プラスなら物価2%でも何ら問題ない」とやはりX上で情報発信している。さらに、野田佳彦代表も日本経済新聞などのインタビューで「物価上昇率がゼロを下回ってはいけませんが、デフレ脱却に向けて柔軟性があつた方がいいとの趣旨だ」と答えている。要するに「2%を無理やり目指すことはしない」という意図が透ける。表現は不味いが、柔軟性を意識しているのは良い部分である。

かねて言われていたように、現在の物価目標に関する政府・日銀の共同声明(アコード)が孕む最大の問題点は2%目標について「できるだけ早期に実現することを目指す」という部分である。この「できるだけ早期に」という概念が退くに退けない日銀の状況を創り出し、イールドカーブ・コントロール

ール(YCC)に象徴される無理筋な政策運営の遠因になったのは間違いない。

このアコードが黒田体制の誕生と共に「2年間でマネタリーベースを2倍にしてインフレ率を2%にする」という期待(というより誤解)に働きかける政策運営に繋がっていくのである。しかし、そもそも物価目標達成までのスピード感を盛り込む事例は海外には無い。この点、それが「0%超」という表現かどうかはさておき、



野田代表の言うように「デフレ脱却に向けて柔軟性があった方がいい」のは間違いない。そもそも、過去2年以上にわたって消費者物価指数(CPI、総合ベース)が2%以上で推移しているのに、未だにデフレ脱却が認められておらず、利上げペースも緩慢なのだから、実際のところ、日本のインフレ目標は相当の柔軟性を孕んでいる。そうであれば適切な表現に変えた方がよい。

～皆がやってるから「2%」～

通常、物価目標は「中長期的に」実現されていけば善しとするものだ。例えば ECB はこれを「over the midterm」と表現しているが、具体的にどれほどの期間なのかは分からない。期間の透明性を追求しても政策運営に無理を来すだけであるため、明文化する意味は無い。

そもそも、現在はグローバルスタンダードとなっているインフレ目標の数値「2%」も厳格な理論に基づいたものではないのだから、それを実現するための期間を厳格に区切ることに意味は見出しにくい。よく知られているように「2%」という数字はかつて大幅なインフレに苦しんでいたニュージーランドが設定したものである。具体的に同国議会は1989年12月、ニュージーランド準備銀行法を成立させる中で「0～2%」を目標値として設定した。その後、これを契機として世界的に「2%」が採用されるようになるが、端的には「皆が2%で設定しているから」というのが偽らざる実情である。

しかし、日本以外で「2%」のインフレ目標を採用した国々に共通しているのは高インフレを前提として「2%」へ抑制するという話であって、低インフレを前提として「2%」へ押し上げるという話では無い。つまり、デフレ脱却を念頭にインフレを希求してきた日銀とは事情が正反対である。「2%」に関し、そこへの抑制を謳った中銀では利上げ方向の議論で済むが、押し上げを謳った日銀では利下げ方向の議論が必要になる。前者は青天井だが、後者にはゼロ金利制約(正確には実効ゼロ金利制約、ZLB: Zero Lower Bound)がある。ZLBに直面した日銀の政策運営がマイナス金利政策やこれに付随する YCC など、如何に複雑怪奇なものに仕上がり、その出口が困難化しているかは多くの説明を要しないだろう。土台、理論的に根拠がない難しい目標を与えられている上に期限まで切られ、ZLBも乗り越えようとした結果が複雑怪奇なゼロ金利政策と YCC である。

～理想は廃棄、次善策は「できるだけ早期に」削除～

以上を踏まえると、立民公約の良い部分はインフレ目標の柔軟性を容認しようとしていること、悪い部分は表現が極端すぎること、である。繰り返しになるが、「2%」を「0%超」にするという修正はい

かにもタカ派的であり、植田日銀総裁の言葉を借りれば不連続なショックを与える可能性がかなり高く、実際のところ広範な支持は得られまい。ではどのように修正すべきなのか。そもそもアコードなど 2013 年 1 月までは存在しなかったのだから、(見通せる将来は厳しそうだが)政権交代の暁には廃棄でも問題無いと筆者は考えるが、敢えて修正の上で残すのであれば「できるだけ早期に」を削除するだけで問題ないだろう。

黒田体制から植田体制に移行する際、「できるだけ早期に」の削除か、代わりに「中長期的に」と言った文言に入れ替えるという案が取りざたされていたが、結局は手つかずのままであった。先週の本欄でも論じているように、既に日本が(CPI の上では)デフレ状態ではないのであれば、デフレ脱却宣言と共に葬り去るという考えもある。いずれにせよ、現在のアコードが不健全な状態にあることは間違いなく、これを質そうという意思表示が野党側が出てきていることは評価に値するだろう。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分) 不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円高の積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分) ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わってなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分) 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分) 週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もした」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～