

# デフレ脱却期待が高まれば金利は上がるのか

経済調査部 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)

## 日本経済は増税影響一巡で持ち直し期待

2015年度の日本経済は、昨年実施された消費税率引き上げの影響も一巡し、徐々に回復感を強めていくことが期待されている。昨年度は“増税”による支出負担の増加が、個人消費を抑制した。

賃金の上昇率から物価の上昇率を差し引いて算出する実質賃金の伸びは、2014年度を通じて前年対比▲2%以上の落ち込みとなった。しかし、今年度の賃金は昨年以上の伸びが見込まれる一方で、増税による物価の押し上げ効果が無くなることなどから物価の伸びは一旦ゼロ%前後にまで鈍化するため、実質賃金の伸びは前年対比プラス圏に浮上する。

実質的に財布の中身が豊かになるうえ、昨年秋以降順調に株価が上昇したことなどもあって消費者の景況感は改善傾向を辿っており、財布の紐も緩むとみられる。したがって、15年度の日本経済は、13年度のように消費主導で景気が持ち直していくことが期待されている。

## デフレ脱却期待でも動けない日銀

実質賃金の改善は、デフレ脱却が定着するために必要な条件とされている。アベノミクス下では、円安や消費税率引き上げによって物価上昇が先行したが、賃金の上昇率がこれに追いつかない限り、生活水準は徐々に低下し、やがてデフレに舞い戻る、ないしは不況下のインフレ(スタグフレーション)といったより厳しい経済環境を招きかねない。15年度の日本経済は、実質賃金が増加に転じる期待が高いことから、景気が順調に持ち直し傾向を辿れば、物価上昇が定着してデフレから脱却したと見なす向きも増えよう。

こうしたなかで、日銀の金融政策に対する注目度は一

段と高まろう。昨年半ば以降の原油価格の急落もあって、日本の物価上昇率はゼロ近傍にまで鈍化している。原油価格は、この春以降再び上昇し始めているため、今年秋頃からは再びエネルギー価格が物価の上昇要因となり、消費者物価上昇率は徐々に伸びを高めていくと予想されている。

しかし、日銀が目指す“2%インフレ”にはほど遠い状況であり、追加緩和措置を講じる必要があるのではないかと見る向きもあり、市場にもそうした期待は強い。もっとも、黒田日銀総裁の下で行われた過去2回のような巨額のマネタリーベース拡大目標を掲げ、そのために国債購入を大幅に拡大させることは困難とされる。すでに、日銀の国債買取額は年間80兆円と、政府が新規に発行する国債(新発債)発行額(約37兆円:15年度当初計画)の倍以上に達しており、これ以上購入枠を拡大させても売り手が不足するため、目標買取額に届かないのではないかとされている。

## 金利は低位安定長期化か

デフレ脱却という目標に近づく一方で、2%インフレという高い目標のため、日銀は量的緩和政策からの脱却どころか追加緩和期待を払拭できずにいる。このような環境では、米国で利上げが行われるなどして、海外金利が上昇基調に転じたとしても、日本の金利が上昇する余地は限定的だろう。

さらに、2017年4月には消費税率の再引き上げが予定されている。日銀は、そこで生じるであろう景気減速圧力を凌いでデフレ再突入を回避する必要がある。それが見通せている状況では、日本の金利の低位安定は未だ暫く続くと判断される。