

原油下落に対応する政策とは

発表日：2015年1月26日（月）

～必要なのは成長戦略の後押し～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

原油下落は、2015年の経済成長を加速させる要因である。仮に7兆円の輸入減になれば、3兆円規模の財政出動を2回行ったと同じインパクトである。恩恵を考えると、たとえ消費者物価上昇率が1%割れしても、日銀が追加緩和する必要はない。原油下落は、需給ギャップの需要超過幅を押し上げる（＝供給超過幅縮小）。必要なのは、この好機を逃さず、成長戦略を加速して賃上げをしっかりとすることだ。

物価下落に反応した ECB

ECB がデフレ懸念を回避するために1月22日の理事会で量的緩和に踏み切った。ユーロ圏のCPIは、総合指数でみて、12月前年比▲0.2%（速報値）とマイナスに転じている（図表1）。除くエネルギー・食品・たばこのコア指数では12月0.8%とほぼ横ばいのプラス幅で推移しているが、原油下落によってデフレ色が強まる結果になっている。

少なからぬ人達が、消費者物価指数がマイナスになると、インフレ予想が後退して、デフレ予想が定着するので、“量的緩和止むなし”と考えているようである。しかし、冷静になって考えると、物価指数がマイナスになるからデフレ懸念だ、と簡単に反応してよいのだろうか。原油下落は、経済成長には

プラスであり、需給ギャップをインフレ方向に持ち上げる作用を持つ。よく言われるのは、原油下落のインパクトは、CPIにはマイナス寄与になるが、GDPデフレーターにはプラス寄与するという対称性を持つことである。つまり、原油下落で、企業も家計も購買力が増えるのだから、景気にはプラスの作用が起こっているということである。

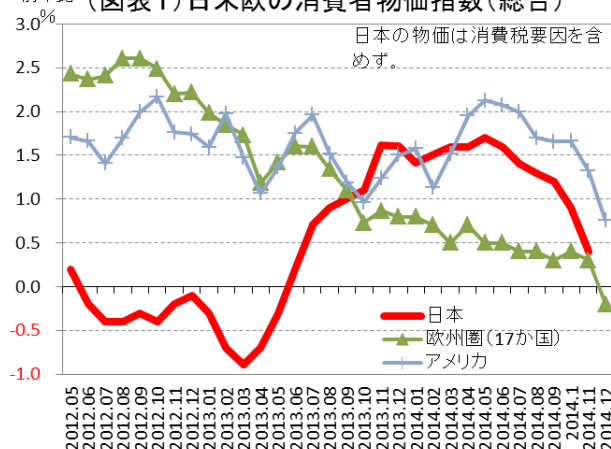
日本経済の場合、仮に、原油価格が下落した恩恵が、原油の年間輸入金額が▲7兆円軽減されたならば、年間の名目GDPは1年目+1.2%の押し上げ、2年目にはさらに+1.7%に押し上げ効果が拡大するという。これは、3兆円規模の経済対策を2回程度打ったのと同じくらいの景気刺激に相当する。この局面で金融緩和を追加することは、矛盾した政策を打つことになる。

なお、2014年度補正予算では、3.1兆円もの歳出拡大を行い、その中には景気対策としてエネルギー高騰に配慮した政策メニューが並んでいた。この政策対応は、目下の原油安から判断すれば、大幅な認知ラグが生じていると言わざるを得ない。

リフレの限界

原油価格が下がると、消費者物価のプラス幅が縮小するので、インフレ予想を後退させないために追

前年比（図表1）日米欧の消費者物価指数（総合）



出所：総務省、米労働省、EUROSTAT

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

加緩和を行う。こうした対応は、物価指数だけをみて機械的に行われる金融政策の有り様である。

筆者はこうした機械的な政策運営には極めて懐疑的である。理由は、前述のように、たとえヘッドラインの物価指標が下向きになっても、それは実体経済にプラスなのだから、インフレ予想を弱める訳ではなく、むしろ実体経済にはプラスだからである。リフレ政策を指向する黒田総裁も、その辺りの事情はよく理解しているはずである。

かつて FRB の名議長といわれたポール・ボルカー議長は、マネタリストのふりをしてインフレ予想を抑え込んで、米経済を持続的成長に導いたと言われる。黒田総裁にも、原理的なリフレ政策には拘泥せず、本当に追加緩和が必要なのかどうかを広い視野で考えていただきたい。

現在、物価を巡る変化として注目されているのは、賃上げの動きである。2015 年の春闘は、前年以上のプラスに賃金上昇になるのではないかと期待されている。特に、2015 年 4 月以降の消費者物価指数が大きく下振れしたとき、いよいよ「名目賃金上昇率>消費者物価上昇率」となり、実質賃金がプラスになるだろうという点で、注目を集めている。このことは、雇用者から、物価下落が進むことを前向きに捉える姿勢である。実質賃金がプラスに転じるから、実質消費を増やすことができるという好循環が期待できる。反対に、追加緩和を行って、再度、輸入物価を無理に押し上げると、原油安メリットが希薄化して、実質賃金のプラス幅は限定的になってしまうだろう。

日本と欧州の違いは何か

原油下落の影響が消費者物価指数を押し下げていることに対して、欧州ではデフレ懸念が警戒されている。しかし、一方で日本ではそうした懸念が乏しい。その理由は、なぜなのだろうか。

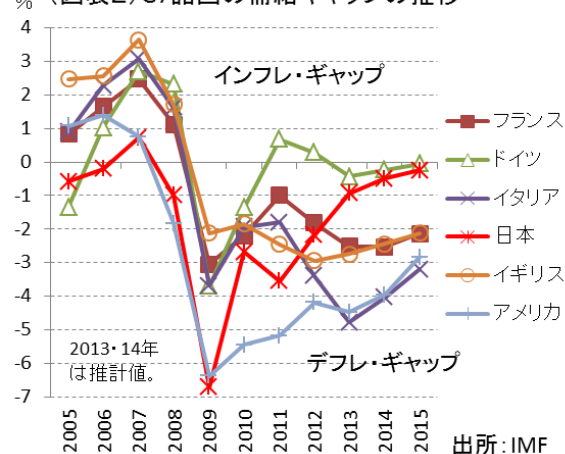
ひとつの理由は、物価上昇率の背後にある経済状態に相違があるからだろう。欧州は、実体経済の成長トレンドが弱く、2013 年に一旦回復してきた流れが 2014 年にはたどたどしいものだった。日本も消費税増税によって 2014 年は半年程度は停滞したものの、2014 年 9 月頃から徐々に回復してきている。需給ギャップは、ドイツを除くと、

欧州各国よりも日本の方が小さい(図表 2)。つまり、欧州では、実体経済に潜在的な弱さを抱えた国々がまだ多く、デフレ懸念はそうした実体経済の脆弱さを背景にしているのだ。単に消費者物価が下落したからではなく、物価指標の背後にある実体経済に不安定さがあるので、長期金利に押し下げ圧力を働かせるような、マイナス金利や量的緩和が追加的に実施させる。

それに比べて、日本には脆弱さは残るものの、今後は賃金上昇率を高めることで内需拡大を定着させていくことが課題になっている。そのときには、過度に円安を進めて、内需産業にコストプッシュ・インフレの圧力を加えるよりは、原油安メリットの浸透を待つ方が賢明だという判断になる。

日本と欧州の金融政策の間には、総合的に判断したときに、より中長期的な成長期待がしっかりと上向くかどうかの違いがあると言える。インフレ予想になぞらえて言えば、単に目先の消費者物価指数が上がった、下がったということが予想を変えるのではなく、もっと長い目でみた実体経済の物価上昇圧力がどうなるかを読みながら、物価上昇率の先行きの変化を捉えることが重要になる。黒田総裁が以前

(図表 2) G7 諸国の需給ギャップの推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

に言及したように、物価見通しは需給ギャップの見通しに沿って動くと考えることが望ましいのだろう。

原油下落の時のデフレ対策

最後に、物価指標が下がっていく中で、インフレ予想を高めるためには何が必要になるのか。おそらく、原油下落のマイナス作用を説くような考え方があれば、「これまで円安によって働いていたコストプッシュ圧力が、原油安によって減殺されるではないか」と言うだろう。価格転嫁を促すような圧力が薄らいでいくことが、インフレ予想を下向きに変えるという考え方である。

しかし、価格転嫁力を高めたいのならば、原油価格が下落しているときほど、賃上げ圧力を高めればよいではないか。既往の円安と、ここにきての原油安は、賃上げの原資としての企業収益を膨らませている。しっかりした生産性上昇を背景にしたベースアップは、労働市場における賃上げ予想をバックアップして、内需拡大のトレンドを上向きにする。今、必要とされるのは、成長戦略によって企業の生産性上昇を促すと同時に、賃金上昇のトレンドを上向かせることである。

ところで、最近、日銀関係者は、「物価上昇率を 2%にアンカーする」という言葉を多用する。アンカーとは、固定するとか、定着させるという意味である。この言葉にはトリックがあって、どうやってアンカーするのかという仕組みを明示せずに、「物価上昇をアンカーさせるために〇〇を行った」という説明で煙に巻くのに使われやすい。例えば、物価上昇率が 1%を割れると、インフレ予想がアンカーされないので、追加緩和を実施したという説明は、わかったようでいて、わからない典型例だ。追加緩和を行って円安に誘導することで、先行きの物価上昇率が 1%以上に上がったとして、それがアンカーされたことになるのだろうか。円安誘導は、インフレ予想を定着させるきっかけにはなるが、必ずしも物価上昇率をアンカーするのではない。1年に一度円安誘導を行って、物価上昇率を一定ずつ押し上げることで、継続的な 2%の物価上昇率を達成することは無理である。

原油価格が大幅に下落する現在、デフレ予想を完全に払拭するためには、追加緩和ではなく、成長戦略と賃上げをしっかりと行うことが優先させるべきだろう。