

テーマ：デフレ脱却に向け腰を据えた取り組みを

発表日：2012年12月20日（木）

～リフレ政策を囓すマーケットに慢心するのは危険～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

自+公で325議席

16日に投開票が行われた衆議院議員選挙では、市場の予想を上回る形で自民+公明の圧勝となった。特筆されるのは、両党で325議席と、衆議院の3分の2以上の議席を得たことだ。これにより、両党が連立政権を担った場合、参議院で否決された法案を衆議院で再可決して成立させることが可能となった。

衆議院と参議院とのいわゆる“ねじれ”現象が起こった中で、衆参両院で可決が必要な予算案以外の法案において、衆議院で可決されながら参議院で否決されたために法案が成立しない例がしばしば見られた。景気対策においては、リーマン・ショック以降海外経済が不安定に推移する中、適切なタイミングでの政策遂行が妨げられる懸念から、たとえば株価が企業業績などからは説明できない水準にまで下落して景気の足かせとなる例も見られた。

今回の選挙を受けても、衆参のねじれ現象は解消されていないものの、連立政権を担うと見られる自公で衆議院の3分の2以上の議席を確保したことで、必要であれば衆院で再可決することによって法案を通すことが可能になったことは、市場の不安感を相当程度払拭させることに繋がったと見られる。その結果が、選挙後の株高に拍車をかけたと考えられる。

注目されるのは日銀総裁人事

11月に解散総選挙の流れが決まって以降、円安・株高が進んだ。その背景には、市場が次期総理の座に就くと読んだ安倍自民党総裁が、景気対策の最重要項目としてデフレ脱却を挙げ、そのためには日銀によるより大胆な金融緩和、いわゆるリフレ的な政策が必要と主張していることが挙げられる。

したがって、次期政権に対して市場が最も注目するのは日銀の金融政策であり、あるいは政府の日銀に対する対応である。20日には金融政策決定会合の結果が判明するが、その結果とともに注目されるのは白川日銀総裁の記者会見である。日銀に対し、大胆な緩和策を求めた安倍自民党総裁の講演を受けて市場が大きく動いたあとに行われた前回の会合後の記者会見では、白川総裁は安倍総裁の考え方に対してややネガティブともとれる見解を示した。衆院選の結果が日銀の金融政策に直接影響を及ぼすことは、中央銀行の独立性という観点からは決して望ましいものではない。しかし、2%のインフレ目標など自民党が政権公約に掲げる一方で日銀が否定的な見解を示したという印象に対して、何らかのトーンの変化のようなものが垣間見られれば、市場は更に大きく期待を高めることとなろう。

ただし、短期的に日銀の姿勢に変化が見られなくても、やがては政府と一体化した政策運営が図られるであろうとの期待を市場は高めている。各種報道によれば、安倍自民党総裁は次期日銀総裁について、自身の考え方と近い人材がふさわしいと考えているようだ。日銀審議委員の人事については政府が選出し、衆参両院の同意をもって正式に決定する運びとなる。このため、仮に政府案が参議院で同意されなければ、同案は撤回せざるを得なくなる。しかし、デフレ脱却のために日銀が一層の緩和で経済政策の一翼を担うという観点での人事案に対し、強く反対する勢力は限られていると考えられる。政治的に中立的と考えられる人事案であれば、参議院でも同意を得られる可能性は十分にある¹。

¹ もっとも、人事案そのものではなく、別の問題に対する政治的な駆け引きによって、日銀総裁人事案が所謂“政局”化してしまつて政府案が通らない可能性はある。

仮に、次期日銀総裁の座にそのような考え方を持つ人が就けば、日銀は2%のインフレ目標と、それに向けて特に制限を設けない形での量的緩和政策を導入する可能性は高まる。今回の選挙は、そうしたリフレ的な政策が執られるとの期待を高めた結果、円安圧力を一層高め、これによって株価を更に押し上げたと考えられる。

取り巻く環境が変われば雰囲気一変のリスクも

もともと、円安・株高の流れは新政権の経済政策に対する期待だけで支えられてきたとは言い難い。欧州の財政問題の一服や中国経済の持ち直し観測といった、海外事情の好転が低金利通貨安や株高を援護してきた側面は否定できない。また、グローバルマーケットの最大の不透明要因である米国の財政の崖問題についても、ここへきて民主・共和両党に歩み寄りの動きがみられてきた。こうした外部環境の好転が足元での円の一段安・株の一段高の原動力と言っても良いだろう。こうした外部環境については、米財政の崖という不透明要因が払拭することで年明け後は一層好転し、日本においては新政権の経済政策が現方向で進展していく限り、円安・株高の流れを更に進めることが期待される。

自民党の掲げるリフレ的な経済政策は衆院選の争点の一つとなったが、経済学者や民間エコノミスト、市場関係者の中でも意見が分かれる部分がある。すなわち、①デフレ脱却のためには大胆な金融緩和などのリフレ的な政策と、それに伴うであろう通貨安が絶対条件であるという考え方と、②日本が抱えている様々な構造的な問題（少子高齢化、非価格競争力の低下など）を解決しない中では、リフレ的な政策はスタグフレーションに繋がる恐れもあるなど弊害もある——といった形に二分されるようだ。

筆者は、更なる金融緩和とそれによる円安はデフレ脱却のための“必要条件”ではあるものの、そのみでデフレから脱却できる“十分条件”ではないと考える。たとえば、円安の進展は輸出型産業に利益をもたらし、株高は景況感を改善させる。その利益はサービス業などの国内型産業にも伝播し、やがては雇用・所得が改善して購買力が増大する。ただし、物価が上昇基調に転じるには前述した好環境が2～3年は続くことが必要であろう。このことは、消費者物価が需給ギャップ（GDPギャップ）に同程度運行する性質があることから確認される。さらに、消費者にインフレ期待が定着するには、物価が上昇している局面が数年続く必要があると考えられる。このように考えれば、リフレ的な政策を始めてから、デフレから完全に脱却したと判断されるには、ざっと見積もっても3～4年程度はかかることになる。しかし、景気循環的には3～4年のうちに景気の減速局面が一度は訪れると考えられ、それが世界的なものであれば株価には下押し圧力が、為替相場にも高金利通貨安・低金利通貨高圧力がかかる。そのような逆風下でもデフレ脱却への流れを止めないためには、良好な雇用・所得環境が簡単には崩れないという期待を高める必要があり、そのためには中長期的な成長戦略が必要となる。同時に、その戦略とは海外との非価格競争力格差を更に拡大させるものでなければ、企業の収益構造は外部環境に振り回されやすいままだ。結果として、安定的な雇用・所得環境の維持には繋がらない。

このように、足元で市場が期待している新政権のデフレ脱却策ではあるが、実際にそれを達成するにはかなりの時間を要する。この点でも、先の衆院選で自公両党が3分の2以上の議席を獲得したことは、安定政権（安定政策）を期待させるという点で、市場のセンチメントを更に改善させたことは間違いない。ただし、安定政権の下で国内の経済政策に変化が無くても、外部環境が変化すれば市場の雰囲気は変わってしまう可能性がある。すなわち、新政権が日銀と折り合いをつけながらリフレ的な政策を進めていくとしても、外部環境の変化次第ではそれが“アダ”となる点にも注意が必要だ。たとえば、欧米も暫くは超緩和政策を維持せざるを得ない中で、世界経済に持ち直しの動きが強まれば、原油をはじめとした資源価格が高騰する懸念は十分にある。日本では円安の進展によって輸入価格の上昇はドルベースの資源価格の上昇以上のものとなる。輸入インフレ圧力の増大は企業の製造コストを押し上げるほか、家計の財布にもダメージを及ぼす可能性がある。特に懸念されるのは、石油や天然ガスへの依存度が高まった発電コストの上昇による電気料金の更なる引き上げである。政治面では、早くも来年夏の参議院議員選挙がより重要であるとの見方が強く、それが故に政府は市場で好感されている日銀にプレッシャーをかけるようなリフレ政策への依存度を高めていく可能性がある。しかし、外部環境の変化に柔軟に対応できるような議論や、中長期的にも崩れない成長期待を打ち出していないと変化について行けず、今度はリフレ政策そのものの是非が政局化する恐れもある点に注意すべきだ。

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。