

Monthly Economist Report

—凍結経済の形成・解凍・今後の見通し—

2023 年 1 月

PwC Intelligence Japan
シニアエコノミスト 伊藤 篤



2022 年の円安は、悪い円安ではなく、「凍結経済」解凍のきっかけとなり得る

筆者は、『『凍結経済』を溶かす円安・インフレ』(Weekly Macro Economic Insights、2022 年 12 月 5 日～9 日)において、昨年(2022 年)の円安について、「悪い円安との見方があるが、長期的にみると物価・賃金が動かなくなった『凍結経済』を解凍し、経済が安定的に成長するきっかけとなり得る」とした。本レポートでは、この「凍結経済」がどの様に形成され、現在解凍しつつあるかを確認した上で、今後どうなるかの見通しを示したい。

結論を先取りすれば、日本銀行が採用する物価上昇率の目標次第となろう(図表 1)。1990 年代後半以降、実質的に日本銀行がゼロ%のインフレ率を目指したことで、物価・賃金の上昇率がほぼゼロとなり、物価・賃金が動かずに経済活動が低迷する「凍結経済」が形成されてしまった。政府・日本銀行は 2013 年 1 月の共同声明で 2%の物価目標を掲げて以降、様々な意見がありながらも目標を堅持し、日本銀行が現在まで金融緩和を継続してきた中で、ようやく「凍結経済」が解凍し、物価・賃金が安定的に上昇する兆しがみえ始めている。このように、日本の経済・物価動向は、日本銀行がどのような物価上昇率を目指すかによって大きく左右されよう。今後も、政府・日本銀行が現状の 2%の物価目標を堅持すれば、「凍結経済」の解凍が継続して、物価・賃金が安定的に伸びて経済も持続的な成長を遂げよう。他方、仮に今後 2%の物価目標を 1%やゼロ%へ引き下げたり、達成時期を先送りしたりすれば、再び「凍結経済」に戻って物価・賃金が動かなくなり、経済活動も停滞しよう。

図表 1 本レポートの要旨:凍結経済の形成・解凍・今後の見通し

1. 過去	凍結経済は、なぜ形成されたのか？	日本銀行が、実質的に物価上昇率がゼロ%になるように金融政策を運営し、需給ギャップがマイナスで推移してきたから。
2. 現在	凍結経済は、なぜ解凍し始めたのか？	日本銀行が、物価上昇率が安定的に 2%となるように金融政策を運営し、需給ギャップがプラスで推移しているから。
3. 未来	凍結経済の先行きはどうか？	政府・日本銀行が、どのような物価目標を掲げるかに依存する。

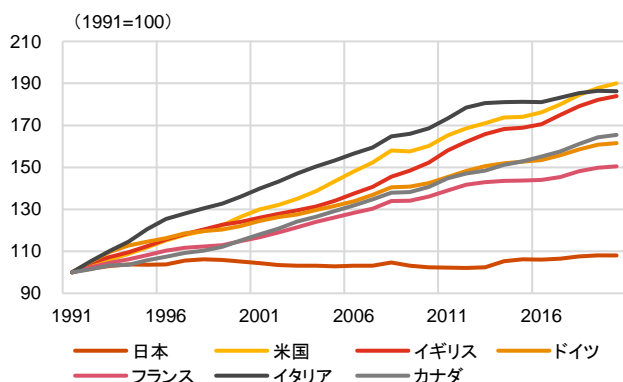
(出所) 筆者作成。

1. 物価・賃金が減少する「凍結経済」を確認する

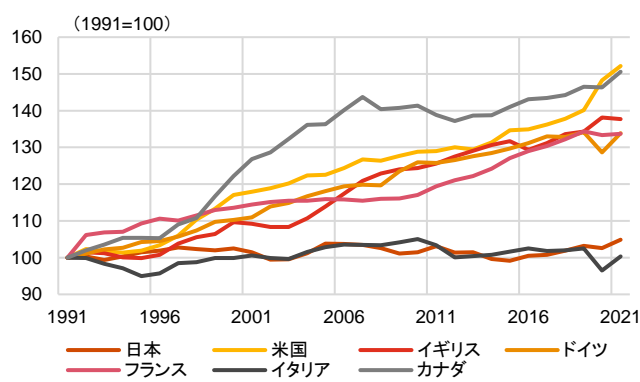
(1) 先進国の物価・賃金動向

まず、日本の物価・賃金の特徴を把握するために、先進 7 か国(G7)の物価・賃金と比較してみよう。1991 年を 100 としてみると、**図表 2**にある通り、消費者物価指数は日本を除く各国では右肩上がりで見られる。1991 年から 2020 年の平均伸び率は、日本を除いて最も低いフランスで+1.5%、最も高い米国で+2.4%となっているのに対して、日本はわずか+0.3%に留まっている。一方、**図表 3**にある通り、平均賃金をみると、日本とイタリア以外の 5 か国はほぼ上昇している。1991 年から 2021 年までの平均伸び率は、2 か国以外で最も低いフランスで+0.97%、最も高いアメリカで+1.41%となっている。一方、日本は+0.2%とほぼ横ばいとなっている。イタリアの賃金を除き、日本の物価・賃金の低迷ぶりは際立っている。このように、先進国だからといって物価・賃金が上昇しないということはなく、日本の低迷ぶりが例外的であることが確認できる。

図表 2 G7 の消費者物価指数の推移



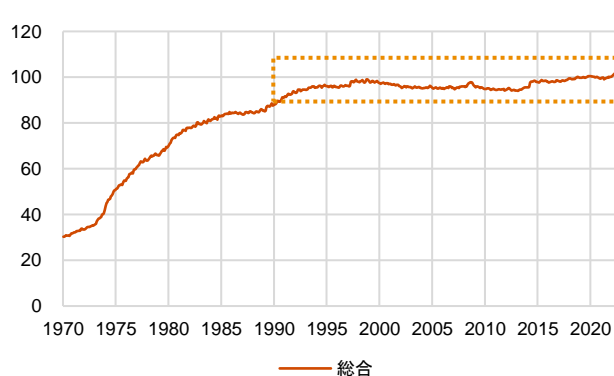
図表 3 G7 の平均賃金の推移



(2) 日本の物価動向

図表 4のように 1970 年まで遡って、日本の物価動向をより長期で見ると、1990 年代半ばまでは日本の物価動向も右肩上がりで推移しており、物価の低迷が始まったのは、1990 年代後半以降であることが確認できる。また、2021 年以降は、物価が上昇に転じている(**図表 5**)。エネルギー価格の上昇は 2007 年ごろにもみられたが、その時の消費者物価は現在から振り返ると大きな上昇とはなっておらず、足元はやはり物価動向に変化の兆しがある。

図表 4 1970 年以降の物価指数の推移



図表 5 1991 年以降の物価動向



消費者物価指数(CPI)は、総務省によると「全国の世帯が購入する家計に係る財及びサービスの価格等を総合した物価」を示している。より詳細にみるために、CPIの構成品目ごとにみた物価上昇率(対前年同月比の伸び率)の推移をみよう。具体的には前年比がゼロ%・+1~+5%・-1~-5%の3グループの品目数が、消費者物価全体に占める割合の推移をみたのが、図表6である。これによると、+1~+5%のグループの割合は1990年から1998年頃までは4~6割程度であった。しかし、1998年以降、この割合が低下し、2~4割程度で推移していた。その後、2013年以降は、再び5割程度まで回復しており、やはり価格の動向に変化の兆しがみられる。

図表6 物価上昇率グループ別の構成比の推移

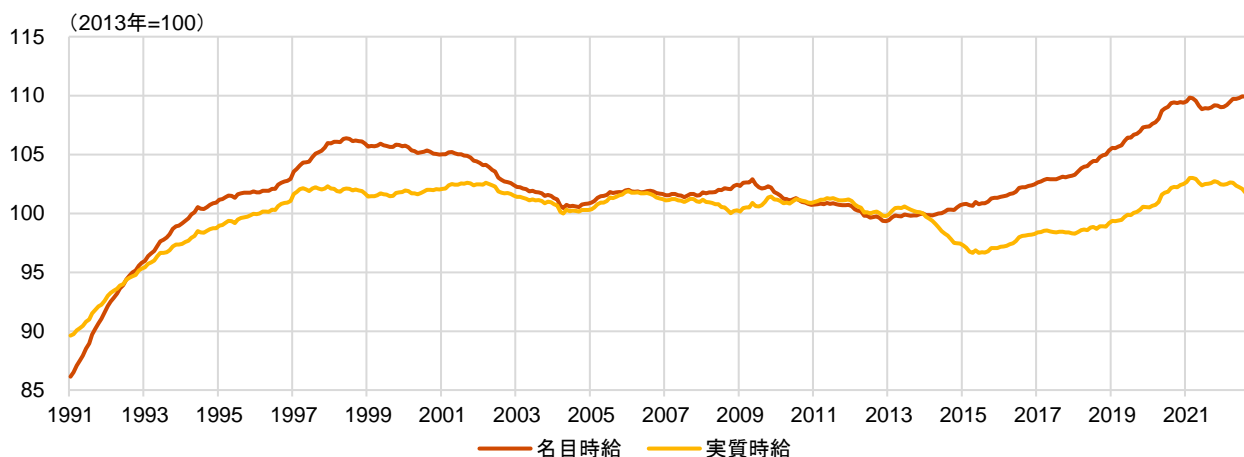


(出所)総務省より、筆者作成。

(3) 日本の賃金動向

次に、賃金動向を、賃金を労働時間数で割った時間当たり賃金でみたのが図表7である。これは総労働時間が、働き方が多様化(働き方改革による労働時間の減少・育休などの時短勤務機会の増加・共働き世帯の増加・一旦定年退職となった職員の非正規職員としての雇用継続の増加等)する中、趨勢的に低下している影響を取り除くためである。これをみると、名目時給は、1990年初の85程度から1998年頃までに106程度まで上昇したあと、その後は2013年頃までに100まで減少した。それ以降は増加に転じ、足元では110程度と1998年頃を上回る水準に到達している。

図表7 時間当たりの賃金の推移(名目・実質)

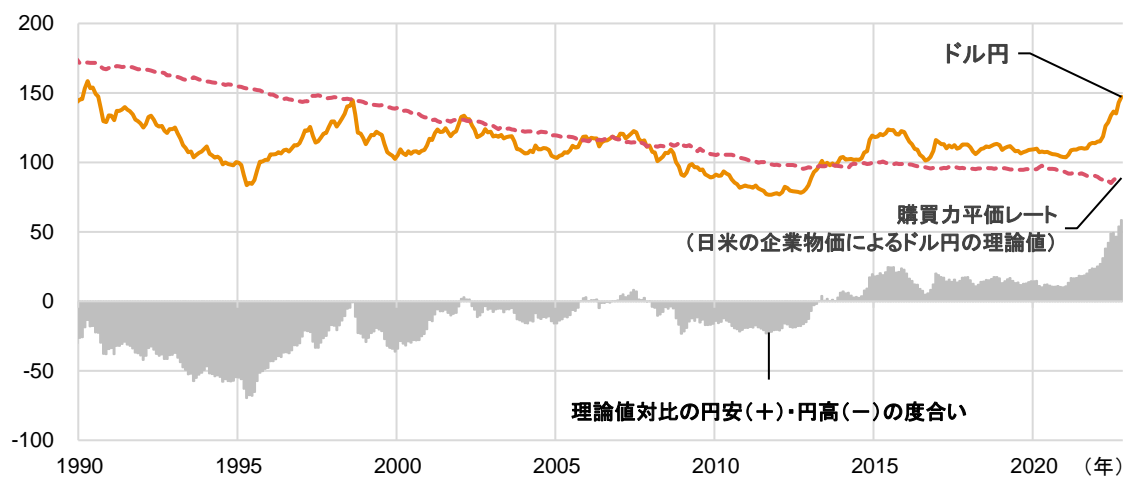


(出所)厚生労働省より、筆者作成。

(4) 日本のドル円レート動向

外国為替市場におけるドル円レートも確認しておこう。ドル円を交換する外国為替の需給が、どの価格(ドル円レート)で均衡するかには様々な理論があるが、ここではこの均衡レートが「日米の企業物価でみた購買力平価レート」として考えてみたい。購買力平価とは、例えばドル円レートを考えると、「日本国内において10万円で販売されている財を、米国に輸出して1,000ドルで販売した場合、ドル円レートが日米の価格比である $10 \text{ 万円} \div 1,000 \text{ ドル} = 100 \text{ 円/ドル}$ で決定される」とする考え方である。ここで価格には、どの物価指標を使うかによって差が出てくる。これまで議論してきた消費者物価は、消費者が直面する価格であるが、企業物価は企業間で取引されている財の価格を集計したものである。図表8では、「日米の企業物価でみた購買力平価レート」を点線、市場で実際に取引されているドル円レートを実線で示し、両者を比較したのが棒グラフである。具体的には、棒グラフはドル円レートマイナス購買力平価レートであり、1990年から2012年頃まではほぼマイナス、つまり「購買力平価レート」よりもドル円レートの方が下にあり、「購買力平価レート」対比で円高で推移していた。次に、2013年以降は、棒グラフがプラス、ドル円レートが「購買力平価レート」よりも上に位置しており、「購買力平価」対比で円安で推移している。1998年1月～2013年3月の期間の円レートは、理論値よりも平均-12.3円の円高で推移しており、2013年4月～2022年10月の期間の円レートは、理論値よりも平均+15.8円の円安で推移していた。

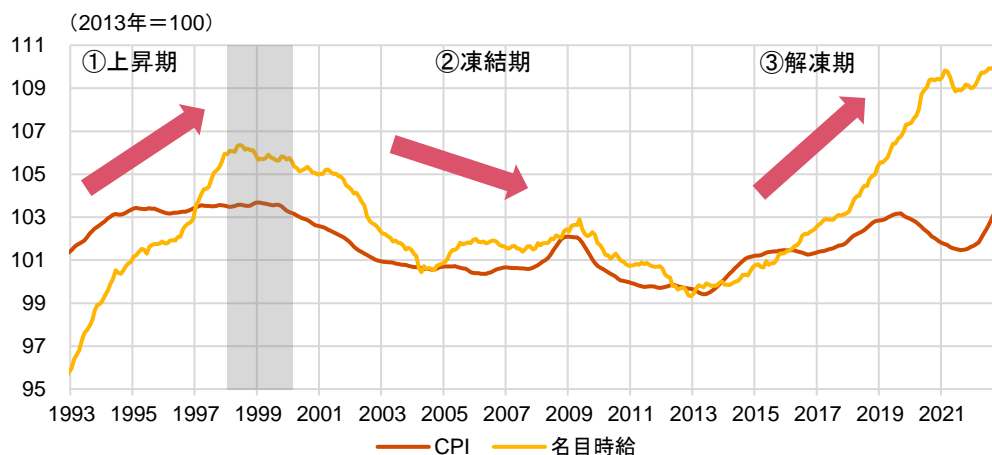
図表8 ドル円市場の推移



(出所)国際通貨研究所より、筆者作成。

以上をまとめると、日本の賃金・物価動向は、先進国対比で日本が横ばいとなっている傾向が顕著となっている。図表9で1990年のバブル崩壊以降でみると、①物価・賃金ともに1990年代後半までは上昇した後、②1990年代後半以降は、物価・賃金が減少し、円高で推移する「凍結期」、③2013年以降は、物価・賃金が緩やかな上昇に転じ、円安で推移した「解凍期」といえよう。

図表9 物価・賃金の推移



(出所)総務省・厚生労働省より、筆者作成。

2. 財市場・労働市場の需給動向

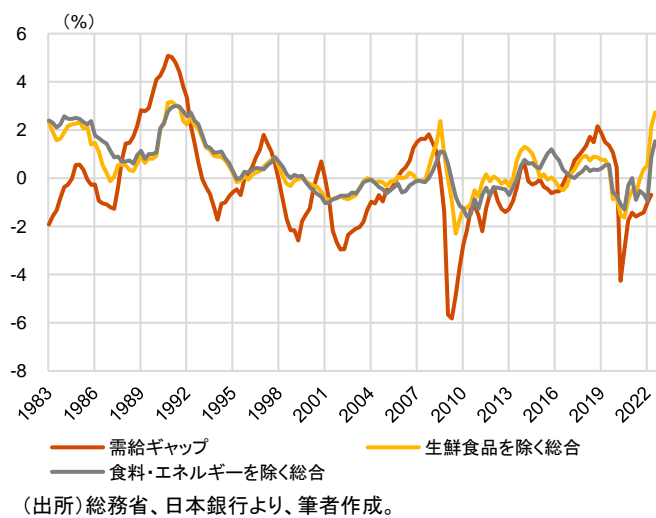
これまでみてきた消費者物価は財・サービス市場の価格、賃金は労働市場の価格に該当するため、それぞれの市場をより詳細にみていきたい。

(1) 需給ギャップは 2000 年代以降マイナスで推移し、2013 年以降はプラスに転換

消費者物価は、ニューケインジアン・フィリップスカーブの議論を参考にすると、財・サービス市場の需要と供給との関係、予想インフレ率から決定されると考えられる。財・サービス市場における需要は、家計の消費・企業の設備投資・政府の公共投資等、各経済主体の支出の合計（支出側 GDP）であり、供給は、企業が働く意思のある労働者を全部雇用し、設備がすべて稼働した場合の生産力となり、「潜在 GDP」と呼ばれる。この支出側 GDP と潜在 GDP との差が「GDP ギャップ」と呼ばれる。インフレ率、GDP ギャップの推移をみたのが図表 10 である。

図表 11 で確認すると、1990 年 Q1（1～3 月期）～1999 年 Q4（10～12 月期）までの期間は需給ギャップが＋0.75%に対してインフレ率は＋1%程度であった。この後、2000 年 Q1～2013 年 Q1 は、需給ギャップが－1.07%に対して、インフレ率は－0.28～－0.45%のデフレとなった。大規模金融緩和開始以降、COVID-19 前まで（2013 年 Q2～2020 年 Q1）の需給ギャップは＋0.44%と、バブル期を含む 1983 年 Q1～1989 年 Q4 の＋0.29%よりも、若干ではあるが高くなっている。しかし、インフレ率は前者（大規模金融緩和以降）では＋0.40%程度とプラスに転じたものの、バブル期を含む後者の 1%台よりも大幅に落ち込んでいる。この差は、2000 年～2012 年頃に予想インフレ率が低下したことが要因とみられる。

図表 10 需給ギャップとインフレ率の推移



図表 11 区分ごとの需給ギャップとインフレ率

	需給ギャップ	生鮮食品を除く総合	食料・エネルギーを除く総合
1983 年 Q1～1989 年 Q4	0.29	1.19	1.62
1990 年 Q1～1999 年 Q4	0.75	1.00	1.12
2000 年 Q1～2013 年 Q1	-1.07	-0.28	-0.45
2013 年 Q2～2020 年 Q1	0.44	0.38	0.37

(出所) 総務省、日本銀行より、筆者作成。

(2) 労働市場の需給も、1990 年代半ば以降にマイナスで推移し、2015 年頃からプラスに転換

次に賃金は、労働市場の需要(企業が生産活動のために雇用者を雇おうとする求人需要)と、供給(家計が労働所得を得るために企業等で働こうとする求職、労働力の供給)から決定される。需要と供給がマッチして、賃金が安定した伸びとなる需給の一致点は、どこになるのだろうか。米国の労働市場を分析したパスカル・ミカイラ・ミブラウン大准教授とエマニュエル・サエズ米カリフォルニア大バークレー校教授らは、「(需要側を示す)求人率¹と、(供給側を示す)失業率を掛けて、ルートをとったもの」を均衡失業率と呼び、この水準では労働市場での過熱も過剰な失業もないとしている。仮に、失業率がこの水準よりも低いと、「労働市場が過熱」して賃金が上昇しやすい状況となっていることになる。日本について、この均衡失業率からみた労働市場の需給動向をみたのが、図表 12 である。これによると、日本の労働市場は、1990 年代前半以降、余剰があつて需給が緩んだ状態が継続し、2015 年頃から需給がひっ迫して過熱した状態となっている。

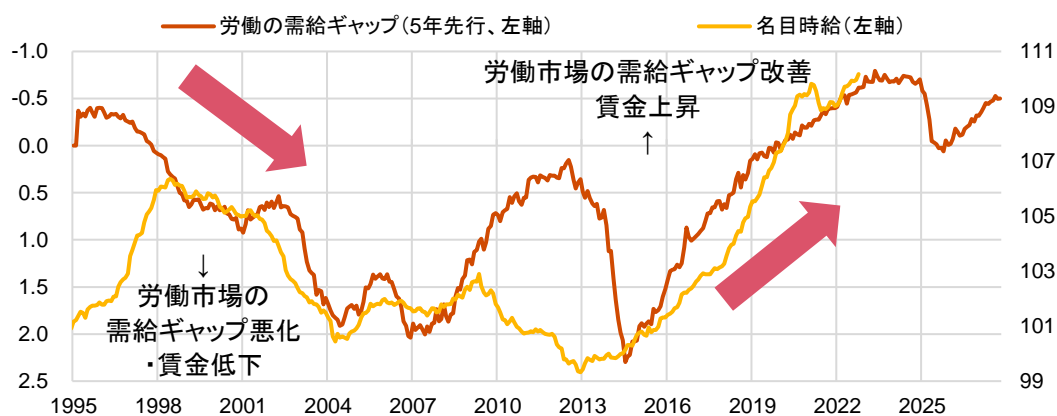
図表 12 労働市場の均衡失業率からの乖離の推移



(出所)総務省・厚生労働省・Barnichon (2010)より、筆者作成。

この均衡失業率からの乖離を「労働市場の需給ギャップ」と呼び、労働市場の需給ギャップを 5 年先行させると、名目時給の伸びをおよそ説明できる(図表 13)。1998 年以降、労働市場の需給ギャップの悪化とともに名目賃金は減少傾向をたどっている。その後、2013 年以降、2020 年頃まで名目時給は改善傾向にある。

図表 13 労働市場の需給ギャップと名目時給の推移



(出所)総務省・厚生労働省、日本銀行より、筆者作成。

¹「求人率」について補足説明しておきたい。労働需要を示す指標には有効求人倍率、労働供給の指標には求職しているものの職を得られていない人、つまり失業者を示す指標として完全失業率がある。有効求人倍率は、求職している人に対して企業の求人数がどの程度あるかを示し、完全失業率は、労働力人口に対する完全失業者数の割合であるため、単純な比較ができない。そこで、求人者数・完全失業者数をそれぞれ労働力人口で割ったものを「求人率」・「失業率」と呼ぶ(詳細は、[Daily Macro Economic Insights「一般職業紹介・労働力調査\(2022 年 10 月\):改善傾向が継続、過熱の続く労働市場」](#)を参照)。

3. 財市場・労働市場の需給タイト化の背景

以上をまとめると、①1990 年代後半以降、財市場の GDP ギャップが悪化して物価が下落し、労働市場の需給ギャップが悪化して賃金が下落し、物価・賃金が下落・横ばいとなる「凍結経済」が形成された。②2013 年以降、反対に財市場の GDP ギャップが改善して物価が上昇に転じ、労働市場の需給ギャップの改善により賃金が上昇している。2013 年以降、財市場と労働市場の需給ギャップの改善をもたらした要因は何であろうか。

(1) 10 年金利は 2013 年以降、金融緩和的な状況に

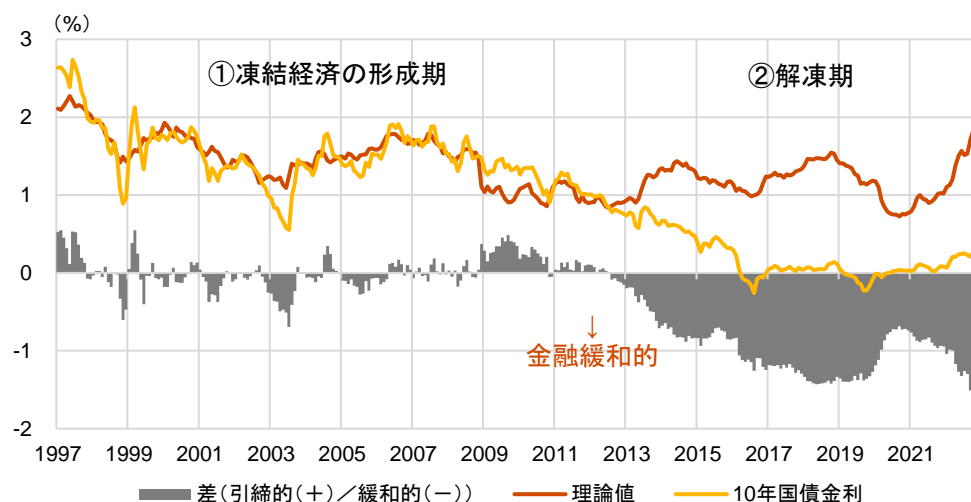
財市場全体の総需要に影響を与えるのは、マクロ経済政策とされる。さらに財政政策は持続的に拡大することはできないため、2013 年から足元までの長期の総需要拡大に寄与したのは、緩和的な金融政策とみるのが妥当であろう。2013 年 1 月に政府・日本銀行は共同声明を発表し、日本銀行は 2% の物価目標をできるだけ早期に達成することを目指すこととなり、同行は同年 4 月から大規模な金融緩和を実施している。

市場金利が低下すると、企業はより積極的に設備投資を実行し、より多くの家計が住宅ローンの借入れをして持ち家を購入(住宅投資)するであろう。このように企業や家計が投資という支出を増やすと、支出側 GDP が増加していく。この GDP が潜在 GDP を上回るとインフレになる。このため、金利が低下すると GDP が上昇してインフレとなり、金利が上昇すると GDP が低下してインフレ率が低下する。ここで、支出側 GDP が潜在 GDP と一致するときの市場金利が自然利子率と呼ばれる。

図表 14 は、日本銀行の分析(2016、2021)を参考に、10 年金利をマクロ経済指標によって説明し、10 年名目金利がマクロ経済指標対比、どの程度金融緩和的・引締めの度合いを示している。ある時点の経済状況から得られた値から推計した値を理論値としている。具体的には、1997 年 1 月から 2013 年 3 月の日本国債(JGB)10 年金利(長期金利)の動きを、①上記の労働市場の需給ギャップ・②米 10 年金利・③コア CPI(前年比)で説明した理論値は、市場実勢値である 10 年国債金利と差が小さく、この間の動きを概ね説明できる。

この理論値から金融緩和・引締めの度合いをみると、2022 年 11 月では、①労働市場の需給ギャップが -0.5、②米 10 年金利が 3.9%、③コア CPI が 3.6%であり、その時の 10 年 JGB 金利の理論値は 1.85%となった。しかし、実際の市場で取引された 10 年金利は 0.26%であったため、実勢値は理論値よりも 1.6%程度緩和的(グラフ上の棒グラフがマイナス)となっている。この金融緩和度合いをみると、1990 年代後半から 2013 年の「凍結経済」の形成期には、長期金利は引き締めの度合いである期間が長く、財市場・労働市場の需給ギャップの悪化要因となっていたとみられる。2013 年以降は金融緩和的となっており、これが両市場の需給ギャップの改善に寄与しているとみられる。

図表 14 長期金利の推移



(出所)財務省、総務省、厚生労働省、FRED、日本銀行より、筆者作成。

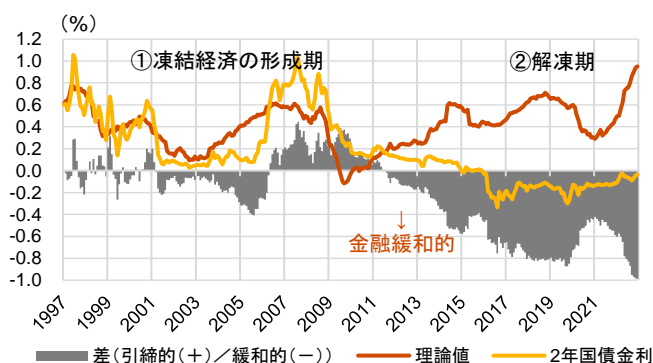
(2) 2 年・5 年金利でも 2013 年以降、大幅に金融緩和的な状況に

さて、先ほどは、代表的な金利である 10 年長期金利の理論値と実勢値を比較し、2013 年以降、マクロ経済指標対比でみて金融緩和的となっていることを示した。一方、日本銀行の分析(2016、2021)によると、2 年金利・5 年金利といったより年限の短い金利の方が、マクロの需給に対する影響度が大きいとされている。短中期金利の方が需給ギャップに与える影響が大きいのは、銀行の貸出金利などの年限が短く、短中期の国債金利がこうした金利に影響するからだとしている。そこで、2 年 JGB 金利・5 年 JGB 金利を、先ほどと同様に①労働市場の需給ギャップ、②米金利 2 年金利・米 5 年金利、③コア CPI で説明をしたのが、図表 15・16 である。この分析によると、

- ・2 年金利・5 年金利ともに、2013 年以前は、ほぼマクロ経済指標通りの動きであり、金融緩和効果は大きくなかった
- ・2022 年 11 月の 2 年金利の理論値は、0.95%であるのに対して市場実勢は-0.04%であり、緩和効果は 1%程度
- ・同月の 5 年金利の理論値が 1.47%であるのに対して市場実勢は 0.09%であり、緩和効果は 1.4%程度
- ・2013 年以降は、金融緩和度合いが拡大し、2 年金利で 0.8%分、5 年金利で 1%分程度で推移している

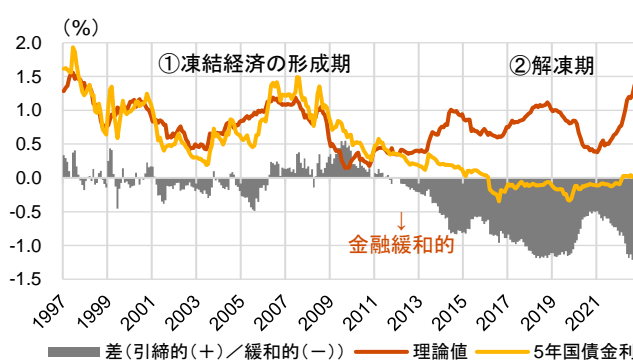
ことがわかる。

図表 15 2 年金利の理論値と実勢値



(出所)財務省、総務省、厚生労働省、FRED、日本銀行より、筆者作成。

図表 16 5 年金利の理論値と実勢値



(出所)財務省、総務省、厚生労働省、FRED、日本銀行より、筆者作成。

(3) なぜ金融緩和的となるのに 2013 年までの時間を要したのか

1990 年前後にバブルが崩壊して以降、2013 年に 2%の物価上昇を目指した金融緩和が実施されるまで、なぜ 20 年以上の長い時間を要したのであろうか。

- ① **望ましい物価はマイナス・ゼロ%とする考え方** 世界の中央銀行では 1990 年代後半の時点で 2%の物価目標の考え方は広まっていたものの、経済理論としては望ましい物価上昇率はマイナスとする見方すらあり、物価が動かない方が望ましいとの考え方が影響した可能性がある。
- ② **バブル再燃の懸念** 1990 年前後のバブル崩壊以降、金融緩和を実施すると再びバブルが発生するとの懸念から、緩和的な金融政策運営に慎重であった可能性がある。その後、1990 年代後半には公的資金投入を含むバブルの破綻処理が実施され、その際の政治的・経済的な調整コストが大きかったことから、政策当局者などを中心に緩和的な金融政策に対する警戒が更に広がった公算が大きい。
- ③ **過去の名目金利を参照した** 財市場で GDP ギャップがゼロになる自然利子率は、直接には観察できず、金融緩和度合いを測るには過去の名目金利を参照にしたため、なかなか大胆な金融緩和を実施できなかった面もある。
- ④ **市場機能の低下懸念** 大規模な金融緩和を実施するには、日本銀行が国債市場において国債を購入することになる。しかし、余りにも多くの国債を購入した場合には需給環境が非常にタイトになって、市場取引量が減少することへの懸念も存在したとみられる。

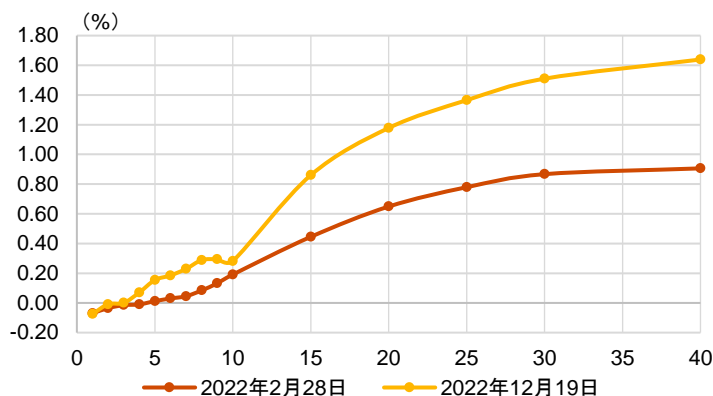
こうした見方・懸念から、1990 年代後半以降の金融政策の運営は、2%の「物価目標」の達成、それによる持続的な成長という前向きな目標よりも、「バブル・名目金利の低下・市場の機能の低下を起さない」という守りの目標となっていたとみている。その結果、1990 年代後半以降、長期間物価・賃金が凍結してしまい、2013 年以降の大胆な金融緩和によっても、10 年が経過しようとする最近になるまで「凍結経済」が解凍する兆しが現れなかったものとみている。

4. 「凍結経済」の今後の見通し

最後に、以上の分析を踏まえて、12 月 19～20 日の金融政策決定会合における日本銀行の決定内容（長期金利のゼロ%の変動幅を従来の $\pm 25\text{bp}$ から $\pm 50\text{bp}$ への拡大、国債の購入量を従来の月額 7.3 兆円から同 9 兆円への増額）の影響を考えてみたい。ポイントは、①今後、2%の物価目標が安定的に達成できるか、②イールドカーブの歪みは是正すべきか、の2つとなる。

現在の日本銀行は、2%の物価上昇率が安定的に維持されるように金融緩和を実施している。足元の物価、イールドカーブ動向を振り返っておこう。足元と、エネルギー価格や円安の進展が顕著でなかった今年 2 月の物価を比較すると、2021 年 11 月の消費者物価の前年比は、総合+3.8%（2 月時点では+0.9%）、生鮮食品を除く総合（以下コア CPI）+3.7%（同+0.6%）、生鮮食品及びエネルギーを除く総合（以下、CPI コアコア）+2.8%（同-1.0%）となった。次に上記の理由により 2 月末と、12 月の日本銀行の金融政策決定会合の結果公表前（12 月 19 日）のイールドカーブを比較すると、エネルギー・食料価格の上昇、海外金利の上昇、需給ギャップの改善等を受けて、5 年金利は 0.01%から 0.15%へと 14bp の上昇、ロングエンドの 40 年は 0.91%から 1.64%へと 73bp の上昇となる一方、10 年金利は 0.19%から 0.28%へと 9bp の上昇にとどまった。このため、イールドカーブ上、10 年金利が凹んだ形状となった（図表 17）。

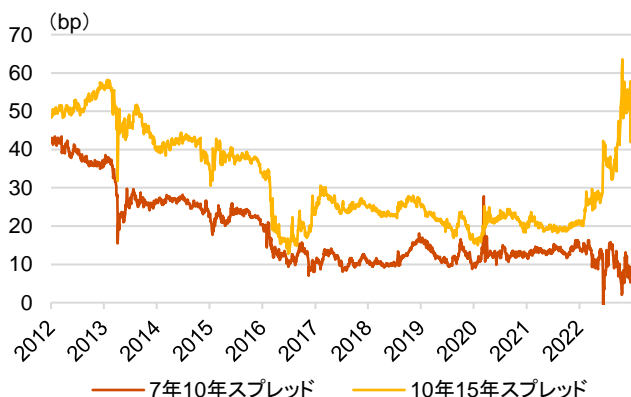
図表 17 国債のイールドカーブの推移



（出所）財務省より、筆者作成。

10 年金利を例えば 7 年、15 年といった周辺の金利と比較すると（図表 18）、7 年 10 年スプレッド（10 年金利－7 年金利）は 10 年金利が低いためスプレッドが小さくなっている。7 年 15 年スプレッド（15 年金利－10 年金利）は、10 年金利が低いため、スプレッドが大きくなっている。このイールドカーブの形状が歪んだ状態（10 年が周辺の 7 年や 15 年といった金利よりも割高）が修正されると見込むと、割高な 10 年債を売って、割安な 7 年・15 年債を購入する裁定取引の機会が生じる（図表 19）。

図表 18 カーブの推移



（出所）財務省より、筆者作成。

図表 19 7 年 10 年 15 年バタフライの推移

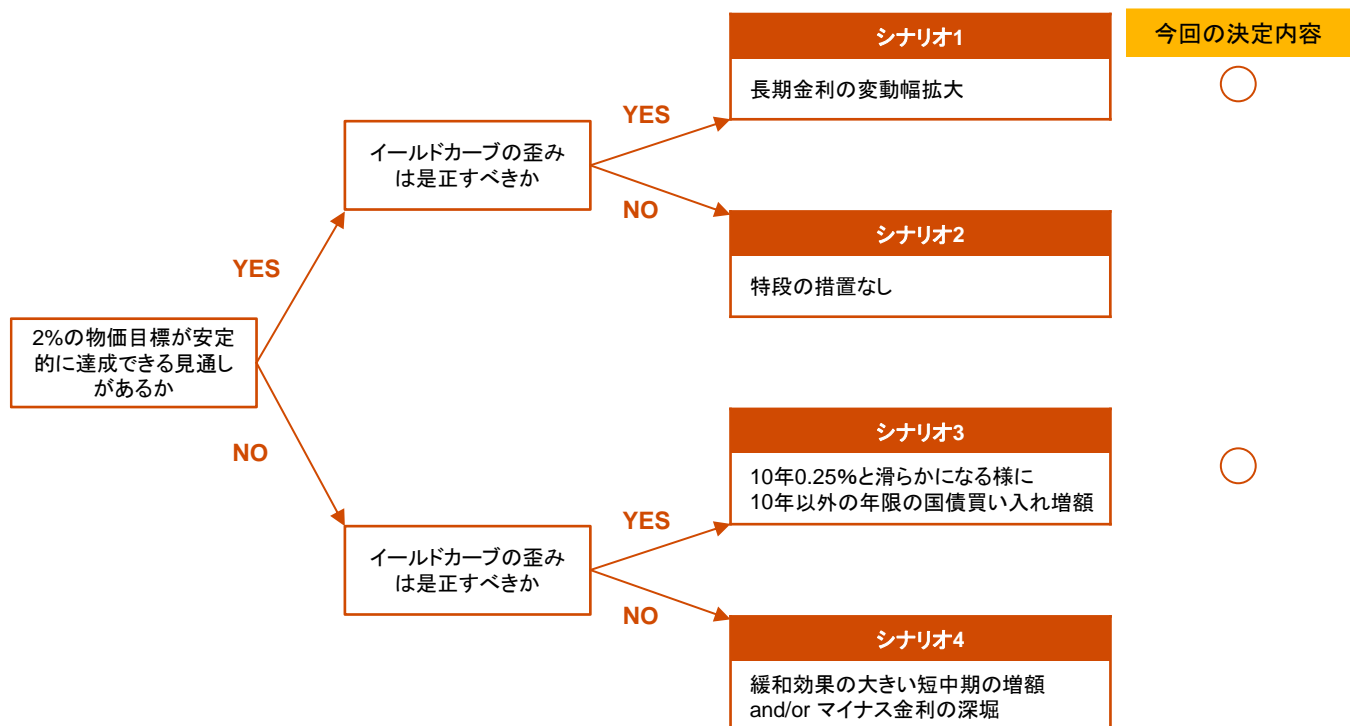


（出所）財務省より、筆者作成。

物価見通しと、イールドカーブの歪みによる 4 つのシナリオ

今回の日本銀行の決定を考える上では、①2%の物価目標が安定的に達成できる見通しがあるか、②イールドカーブの歪みは是正すべきか、に応じて 4 つのシナリオが考えられよう(図表 20)。なお、シナリオといっても今後起こる見通しではなく、12 月の決定会合前の時点に立ってその後の対応を考えたものであることに注意されたい。第 1 のシナリオとして、今後 2%の物価目標を上回る見通しがあり、イールドカーブの歪みを是正すべき、とみれば、12 月の決定会合前までの金利上昇を「良い金利上昇」とみなして、長期金利の変動幅拡大によって、イールドカーブを滑らかにするメリットがあろう。この場合は、良い金利上昇を受け入れた「金融引き締め」といえよう。第 2 のシナリオとして、仮に物価目標が達成できる見通しであり、イールドカーブの歪みを是正しなくてもよければ、特段の措置なし、となろう。

図表 20 物価見通しとイールドカーブによる金融調節手段のパス



(出所)筆者作成。

もっとも 10 月の日本銀行の展望レポートでは、2022・23・24 年度の CPI コア見通しはそれぞれ 2.9%・1.6%・1.6%となり、2023 年度以降は 2%の物価目標を下回ることが見込まれている。第 3 のシナリオとして、第 1 の論点が No であるが、イールドカーブの歪みは是正すべきだとなれば、10 年以外の年限の国債買い入れ額を増額して、10 年 0.25%と整合的となるようなイールドカーブを形成すべきであろう。また、最後の第 4 のシナリオとして、物価目標は未達の見通しであり、イールドカーブの歪みを懸念しない場合には、緩和効果の大きい短中期債の購入増額やマイナス金利の深堀などが考えられよう。

今回の日銀の決定は、長期金利の変動幅拡大と、国債の買い入れ額増額であり、イールドカーブの歪みの是正はすべき、という考え方であると思われるが、物価見通しとの整合性が理解しづらいものとみられる。物価見通しと整合的であるシナリオ 3 が何らかの理由で達成困難なのであれば、そうした点の説明があった方が、将来の政策の予見可能性や金融政策の効果を高めることに資するであろう。

また、今後の経済への影響については、今回の変更を踏まえて、自然利子率対比の各年限の金利がどのように変化するか、特に緩和効果の大きいとされる短中期の金利動向が注目されよう。2022 年 11 月の理論値は、2 年金利が 0.95%、5 年金利が 1.47%であった。今後の市場金利の推移は不透明であるが、12 月 20 日の指値オペは 2 年金利+0.02%、5 年金利+0.17%となっており、この金利で推移すれば、緩和効果は相応に期待できるとみられる。しかし、理論値となる金利は、今後米国の利上げペースが鈍化すれば、低下に向かう公算が大きい、海外経済が減速すれば米金利の低下を通じて理論値も低下し、同じ市場金利であっても緩和効果は低下することになる。その場合は、日本経済が再び減速することも懸念される。

まとめ

以上、凍結経済の形成・解凍・今後の見通しを検討してきた。1990 年代後半以降、実質的に日本銀行の物価目標が、2% よりも低いゼロ%程度となっていたことから、金融緩和が不足したことで需給ギャップがマイナスとなって物価・賃金が下落・凍結した状態となり、為替は円高となって日本経済は低迷した。日本銀行は、望ましい物価上昇率を 2%よりも低くみて、バブルの再発防止、過去の名目金利にとらわれ、金融緩和による市場の取引量低下などを懸念して、大胆な金融緩和に踏み切れなかった。結果として、実質的に物価がゼロ%を目標とするような金融政策が運営されたとみている。

次に、2013 年 1 月に政府・日銀の共同声明で 2%の物価目標を掲げて、2013 年 4 月から大規模な金融緩和が開始された。その後は、需給ギャップがプラスとなって、物価が前年比+1%~+5%で上昇する品目が増え、時給は増加して為替レートは円安となって、経済は安定的となっている。2022 年の円安・物価上昇は、悪い円安ではなく、円安による輸出増加、海外投資収益を円転換した際の収益増加などにより、「凍結経済」が解凍し、日本経済が持続的に成長するきっかけとなりえよう。

今後については、2013 年 1 月に、早期の 2%の物価目標を掲げた共同声明が、1%への引き下げや達成時期の先送りとなれば、凍結時代に逆もどりして、賃金・物価が増加しにくく、日本経済は不安定化することになるだろう。

図表 21（図表 1 の再掲）本レポートの要旨： 凍結経済の形成・解凍・今後の見通し

1. 過去	凍結経済は、なぜ形成されたのか？	日本銀行が、実質的に物価上昇率がゼロ%になるように金融政策を運営し、需給ギャップがマイナスで推移してきたから。
2. 現在	凍結経済は、なぜ解凍し始めたのか？	日本銀行が、物価上昇率が安定的に 2%となるように金融政策を運営し、需給ギャップがプラスで推移しているから。
3. 未来	凍結経済の先行きはどうなるのか？	政府・日本銀行が、どのような物価目標を掲げるかに依存する。

（出所） 筆者作成。

（参考文献）

Pascal Michaillat, Emmanuel Saez (2022), “ $u^* = \sqrt{uv}$,” *mimeo*
Regis Barnichon (2010), “[Building a composite Help-Wanted Index](#),” *Economic Letters* 109, pp.175-178
日本銀行(2016)「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】
日本銀行(2021)「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700