

経済金融研究会

「異次元緩和の出口戦略とグローバル経済」

講師: 木内 登英氏(株式会社野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト)

平成 30 年 9 月 18 日

1 トランプ貿易戦争と内外経済展望

(1) 過去と比べて影響が小さい次回の消費増税

消費税引き上げの影響について、政府と日銀に大きな見方の違い。

政府は引き上げを前提に予算、税制改正を議論しており、よほど景気が急速に悪化しない限りできるだけ景気が悪くならないように配慮しつつ実施するだろう。

一方、日銀は今回は影響は大きくないだろうと見ている。

日銀の分析によると、前回は3%の税率アップで、個人所得は8兆円の減(GDPの1.6%)。今回は2%で個人所得へのマイナスの影響は小さく、さらに食料品への軽減税率の適用、教育の無償化等もあって個人への影響は2.2兆円(GDPの0.4%)にとどまる。加えて政府は住宅や自動車の減税など対策を策定中。

(2) オリンピック開催の実質GDP押し上げ効果

ある学者によるオリンピック特需の影響の試算によれば、成長率押し上げの効果が一番出るのは4年前であり、オリンピックが終わったとたんに急に景気が冷え込むというのは、あまり根拠がないように思える。

また、GDPの水準で見ると反動減はあまり明確に出ないというのが過去の例。日本では人手不足で建設需要が先送りされていることも顕著な投資の反動減が生じにくい背景に。

日銀試算によるとオリンピック特需は今回は8兆円くらいで、過去の平均の7分の1程度であり、オリンピック特需も小さく、その反動減のあまり大きくないのではないかと。

(3) トランプ貿易戦争の世界経済への影響

日本経済は外需依存度も高く、世界経済の影響を受けやすい。その世界経済の一番大きなリスクが貿易戦争。

IMFは、トランプ政権による追加関税が与え得る世界経済への悪影響を試算。その前提は①鉄鋼輸入の制限、②中国の知的財産権の侵害を理由とした500億ドルの追加関税、③今回の2000億ドルの10%の対中追加関税、④自動車関税。

この4つのうち3つまですでに実施されてしまったが、試算ではこの4つが実施されたとき、世界のGDPは、2年間で0.5%押し下げられる。各国の中で最も大きな影響を受けるのは米国でGDPが0.8%押し下げられる。日本については、アメリカ向け、中国向け輸出が一番大きく、影響も大きくなってGDPの0.6%の押し下げ効果。

日本の潜在成長率が低いことから、0.6%の下落はアメリカの0.8%下落よりもダメージは大きい。

自動車関税が実施され現地生産拡大により仮に日本からアメリカへの輸出が半分になると直接

的にGDPを0.5%押し下げる。波及効果を入れると1%近くになり、景気後退の引き金になる。そういう深刻な事態が進んでいるということではないか。

また、トランプ貿易戦争は金融危機のリスクと表裏一体。中国経済の減速は、理財商品を起点とする中国金融危機の引き金になり得、米国の双子の赤字問題が深刻化すればドルの信認低下、長期金利上昇のリスクが高まる。

グローバル・バリュー・チェーンの拡大により、経済への影響はIMFの試算結果よりも大きくなる可能性がある。

日本については、自動車産業が最も影響が大きいのではないか。中国での生産額の構成比が高い日系企業は自動車、輸送機械49%、また中国生産で中国向け販売の比率は64%に達する。中国経済の減速で最も影響を受けるのが日本の自動車メーカーだろう。

さらにアメリカとの二国間交渉に持ち込まれれば自動車と農産物が対象になってくる。また通貨高リスクも出てくると思われ、輸出企業全体に影響が出てくるが、一番影響を受けやすいのは日本の自動車メーカーではないか。

2 世界の財政・金融政策と国内物価動向

(1) 主要国のバランスシート政策は転換点へ

世界的には政策の正常化が始まっている。欧米日の中央銀行の国債買い入れ額をフローで見ると、アメリカは昨年10月から残高を減らしておりフローはマイナス。ECBは10月から買い入れ額を半分に、今年末時点で買い入れを無くし、残高を一定にする。

日銀だけ全く正常化されていないと思われるかもしれないが、買い入れ額自体はかなり減ってきている。

欧米日合わせるとフローは来年前半にも10年ぶりにマイナスになることが見込まれる。

(2) 世界で財政政策は拡大、金融政策は正常化へ

グローバルに金融政策が正常化している背景に、財政拡張がある。アメリカを代表例に景気がいい中で財政を拡張しているという傾向。

その分金融政策はやや引き締め気味にならなくてはならないというのが今年から来年にかけてのOECD加盟国の政策。

このポリシーミックスには、長短金利を引き上げることでグローバルな金融市場の調整を促してしまうリスクがある。

(3) 中長期成長期待低下で日本企業は賃金抑制

人手不足の中で、賃金が上がらない、物価が上がらないことに不思議なことはない。

正規社員のフィリップス曲線で見ると、現在の正規社員の有効求人倍率は1.4程度で対応する賃金上昇率の妥当水準は0.5%。今年の春闘のベースアップは0.5%なので、フィリップス曲線に沿った水準。

90年代では、フィリップス曲線はもっと立っていたので、今の人手不足感では4%くらいの賃金上昇率。

日本市場があまり有望でなくなる中で、正規社員の基本給を上げればコストだけが上がってしまうことになる。この変化は、日本経済の実力低下を反映している面がある。

(4)崩れる2%の物価見通しの枠組み

賃金が0.5%で物価が0.8%、企業が適当と考える長期的な物価上昇率は1%くらいであり、物価と賃金は大体均衡している状況。

これを2%に上げようとしているのが日銀の政策。経済が強くなる場合は結果として物価は上がるが、物価だけ上げるとするのは本末転倒。2%の物価上昇は日本経済の実力では達成できるものではない。

7月の日銀展望レポートでは、2020年の物価見通しを1.8%から1.6%に下方修正。事実上2%をあきらめ、2%の目標をやや曖昧にしておこうとする戦略に進んできているということだろう。

3 日本銀行の出口戦略

(1)黒田日銀総裁再任の評価

2%を達成できなかった黒田総裁の再任は、政府が2%の物価目標を重視しなくなったことの表れ。政府は2%達成のために、金融機関、一般国民から不評を買ったマイナス金利といった無理なことはしてもらいたくないということではないか。

従来は物価が思ったように上がらなかったら追加緩和を行っていたがそうしなくなった。2016年1月のマイナス金利が最後の追加緩和だったと思う。

2016年9月のイールドカーブコントロールは追加緩和ではなく、今年7月末の政策パッケージも追加緩和ではなくむしろ正常化策。

黒田体制は物価が上がらなくても追加緩和はしないというレジームになっており、政策スタンスが大きく変わっている。

黒田総裁の再任は、日銀にとって2%の物価目標を柔軟化し、金融政策を正常化していくことを容易にするという意味合いがあるのではないか。

(2)事実上の正常化は既に進展

イールドカーブコントロールを導入した一番の目的は国債の買い入れ額を減らすことだと思う。

国債の買い入れを継続すると買い入れが限界に達する、また市場の流動性が落ちて金融市場が混乱する。これを防ぐためには買い入れを減らす必要があるが目標額を減らすと明確な正常化になり市場等の反応が怖い。このため、買い入れ額を目標にはしなくし、金利に目標を掲げた。

イールドカーブコントロール導入後、国債の買い入れの減額が着実に進んでおり、80兆円ほどであったのが現在では40兆円ほどに。民間保有の国債残高の減少も緩やかになり限界を回避できる目途が立ってきた。

一方、買い入れを減額しても流動性の問題は解消しなかった。イールドカーブコントロールで金利を動かさないようにしていることが取引を細らせ、流動性を下げてしまう。このことが7月の決定の背景だと思う。

(3)「事実上の正常化策2. 0」

7月末の日銀発表には3つの政策の柱。①長期金利の変動幅の拡大、②政策金利のフォワードガイダンス、③ETF等の買い入れ額の柔軟化。

このうち一番重要なのが①長期金利の変動幅の拡大で、金利の変動幅を広げることで流動性を確保する目的とともに、たぶん一番の目的は金融機関の収益への配慮だったと思う。今後ゆっくりとイールドカーブをスティープ化させていくということだろう。

②のフォワードガイダンスで重要なのは消費税引き上げという言葉があえて説明に入ったこと。消費税引き上げに配慮して当分の間金利を維持するということ。

これは政府に対し、消費税引き上げまでは金利目標を上げないというメッセージではないか。逆にいうと消費税引き上げの影響が大きくなければその後は政策金利をあげるというメッセージでもあるように思う。

また日本記者クラブで行われた討論会で、総理は2%の物価目標達成とは関連付けずに出口、正常化を言っているが、これは大きなメッセージであり、物価に関わらず正常化するという道を政府側としては開いたということだと思う。

(4)日銀は保有長期国債の平均残存期間を短期化か

今後正式な正常化までの間、イールドカーブのスティープ化という事実上の正常化第2弾をさらに進めることが考えられるが、重要と思っているのは保有国債の平均残存期間を短期化してくるのではないかとということ。

国債買い入れ策では買い入れ額、残高だけでなく平均のデュレーションが非常に重要で短くしていくことは重要な正常化策。9月の長期国債買い入れ計画後のオペレーションでは従来より、より短いものを買っている。

買い入れ額の減額とより短期の国債の買い入れを組み合わせるとイールドカーブがスティープ化しやすい。将来、日銀が国債残高を減らすときには短いほうがスムーズに減らせる。

平均デュレーションを短くすれば利子収入と支払いのギャップが小さくなり、財務悪化のリスクが下がる。

このようなことから、イールドカーブを自ら崩しながら買い入れ額を減らし、平均デュレーションも短くするという事実上の正常化をさらに進めていくであろう。

(5)正式な形の正常化へ

物価目標、イールドカーブコントロール、国債買い入れ額の目途などなし崩し的になっているが、最後は正式な形の正常化になってくるだろう。経済環境、金融市場の環境が許せば最短で2020年の春は正常化のタイミング。

しかしその前に貿易戦争という大きなリスクを抱えた世界経済が後退してしまえば、正常化も先送り、一時停止ということも十分あり得る。

実質実効円レートの推移からも日本経済の円高抵抗力は高いが、日銀が為替を非常に気にする結果、正常化がかなりゆっくりとなり、十分正常化が進む前に世界経済が後退してしまう可能性のほうが高いと思う。

市場の反応、巻き戻しなどもある程度甘受しながら正常化を進めていかないと、あまり進まない段階で世界経済の後退により正常化が頓挫してしまうことになりかねない。リスクもある程度取りながら今よりも少し前向きに正常化をしてほしいと思っている。

事実上の正常化は進んでおり、正常化の方向に向かっていると思うがペースが緩やかで、世界経済が後退し、金融不安的な要素が出てくれば、日銀の正常化も一時停止してしまうかもしれない。

こういうことを考えると、本当の意味での正常化が完成するまでに相当な時間がかかってしまい、すでに次世代への大きなツケになってしまったのではないか。

以上