

経済金融研究会

「日米経済と金融政策の展望～消費増税を実施しても日本は景気後退にならない～」

講師：愛宕伸康氏

(岡三証券株式会社 チーフ・エコノミスト)

令和元年9月18日

岡三証券の愛宕です。今日は日米の金融政策、その前提となる日米の景気のお話をします。日本につきましては、来月から消費税が引き上げられます。消費税が引き上げられたら、一体日本経済はどうなるのか、皆さんご関心の高いところだと思います。アメリカにつきましては、長期金利と短期金利の逆転が注目され、来年にも景気後退になるのではと、大騒ぎになっています。

日本のエコノミストは、私も基本的にはそうなのですが、慎重に物を言う人が多い。マスコミの論調も、私に言わせると、景気後退だ景気後退だと、目に余る悲観的な「あおり記事」も多いわけです。しかし、今日は、皆さんの日本の景気、アメリカの景気に対する見方について、ちやぶ台返しをさせていただきたいと考えています。

その後で、まさに今日、日本銀行では9月の金融政策決定会合を行っているわけですが、その金融政策をどういうふうと考えておけば良いのか、私なりの意見をご紹介させていただきたいと思います。

【日本経済】

まず、今年3月から5月にかけて、景気後退懸念が日本でも強まりました。特にリフレ派と呼ばれるエコノミストや、ダブル選挙に持ち込みたい国会議員の皆さんの間で、もう日本は景気後退になっているのではないかと、消費税を延期すべきではないかと、といった主張が強まったわけです。

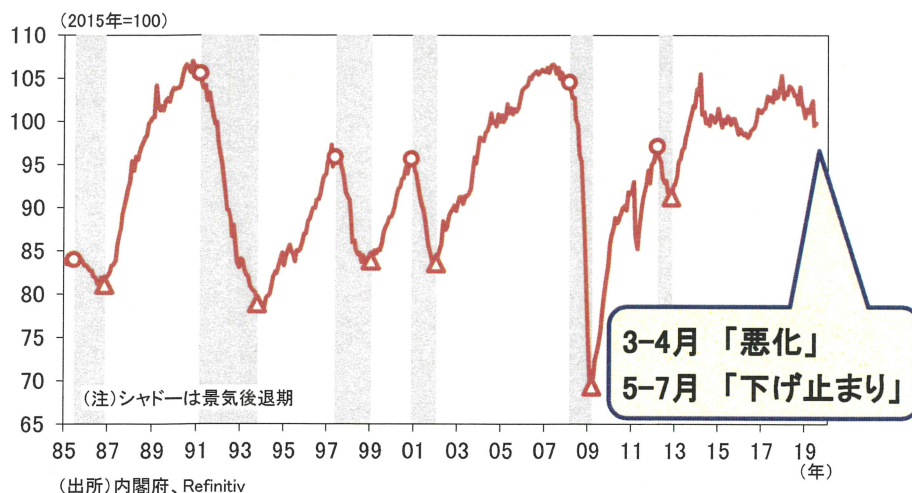
私は財政緊縮論者でもありませんし、リフレ派でもありません。ちゃんと客観的にデータを見て、どうなるのかを議論したいといつも考えております。そういう観点から、まず副題をごらんください。「今年消費税を増税しても、日本の経済は景気後退にならない」と私は考えています。なぜそのように考えるのか、これからご説明させていただきます。

私の、日本経済に対する見通しは、2018年度から2020年度の実質GDP（前年比）で見て、0.7%、0.7%、0.5%です。0.7%くらいが日本の潜在成長率ですので、大体日本経済の実力に見合った成長で推移するというのが、私の見通しになります。このうち今年度のポイントは、消費増税をめぐる駆け込みと反動になります。

10-12月期の実質GDPは増税の影響によってマイナス0.7%くらいになると私は考えていますが、内心、ここまでマイナスになるのかなと思っています。なぜなら、その前の駆け込みがそれほど出ていないので、7-9月期の実質GDPが大きく上振れないかわりに、10-12月期もそんな下振れないと。意外と増税による悪影響は拍子抜けという感じになるのではないかと、今、私が思っていることです。

3月下旬から景気後退懸念が非常に強まったと先ほど申し上げましたが、その背景は、内閣府が作っている景気動向指数です。これが3月と4月、低調な姿となり、それに対する内閣府の判断が「悪化」に変わりました。段階としては一番下になります。過去を振り返ると、内閣府がこの指標に対して「悪化」と判断した時には景気後退になっているケースが多く、エコノミストの一部では、もう既に景気後退になっているのではないかと、言う人が結構増えたわけです。しかし私は、そんなことないですよと、ずっと言ってきました。なぜか。

景気動向指数(一致指数、CI)と景気後退



景気が拡大しているとか、景気が後退しているという判断は、日銀や政府といった当局者にとっては非常に重い判断になります。したがって、景気が後退しているかどうかは、アメリカでも日本でも、かなり慎重に、かつ一定の基準の下で、後々判断に疑義が発生しないよう、非常に細かく統計を吟味して、有識者が議論した上で決めています。

このグラフを見て下さい。丸い印と三角の印がありますね。これが景気の山と谷です。実はその日付は正式に決まっています。内閣府のホームページに行ってくださいと、「景気基準日付」というのがあります。山と谷の日付が紹介されています。景気後退期という場合、この山から谷までのことを言うわけです。

グラフではそこにシャドーを付けています。よくご覧いただくと、必ずしもこの折れ線グラフのピークに丸印が一致していない。必ずしもボトムに三角印が一致していないのが分かります。なぜかという、簡単です。景気の山・谷がこれを基準に決まっていけないのです。これを見て景気後退だと言う人が結構増えましたが、実は基準はこちら、ヒストリカルDIになります。

景気動向指数のヒストリカルDI

11月以降は岡三証券予想

景気基準日付	平成30年(2018年)					平成31年(2019年)											
	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
生産指数(鉱工業)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-
鉱工業用生産財出荷指数	+	+	+	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	-	-	-
耐久消費財出荷指数	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-
所定外労働時間指数(調査産業計)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-
投資財出荷指数(除輸送機械)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-
商業販売額(小売業)(前年同月比)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-
商業販売額(卸売業)(前年同月比)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益(全産業)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
有効求人倍率(除学卒)	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
拡張系列数	7	7	7	6	6	6	7	7	8	8	8	8	8	8	2	2	2
採用系列数	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
一致指数	77.8%	77.8%	77.8%	66.7%	66.7%	66.7%	77.8%	77.8%	88.9%	88.9%	88.9%	88.9%	88.9%	88.9%	22.2%	22.2%	22.2%

(出所)内閣府、岡三証券

技術的な話になって恐縮ですが、ヒストリカルDIという数字を算出して、景気動向指数研究会という有識者の集まりが、山が来ているか、谷が来ているかを議論するわけです。この数字、黄色いシャドーを付しておきましたが、ここの数字がすごく悪くなれば、景気動向指数研究会が景気後退と判断するということになります。私はその数字がそんなに極端には悪くならないと思っていますので、景気後退ではないとみています。

5月14日の日経新聞の1面トップで、「景気判断6年ぶり悪化」という見出しが躍りました。関連記事として3面に専門家のインタビュー記事が掲載されていますが、私はこれを見た瞬間、

景気後退ではないとほっとしました。この3名がだれかというのがポイントで、今申し上げた景気動向指数研究会の座長である吉川洋先生がまずお一人目。もうお一人が法政大学の先生をされていた小峰隆夫さん、もうお一方は嶋中雄二さんで、いずれも景気動向指数研究会のメンバーです。このお三方のインタビュー記事が掲載されていて、実は3人とも景気後退になっているとはおっしゃっていないのです。1面トップの記事と随分トーンが違っていて、当然、3面の記事の方が重要な意味を持っているということになります。

5月16日、初めて安倍総理と会食を共にしました。「経済談義の会」という会合だったのですが、安倍総理を、モルガンスタンレーMUF G証券のロバート・フェルドマンさん、クレディスイス証券の市川眞一さん、ニッセイ基礎研の矢嶋さんと私の4名で囲み、日本の景気の現状とか増税に関する事、成長戦略などについて、2時間半にわたって議論させていただきました。

私は、「データを分析すると、日米の景気はともにこれから回復していきます。もし増税を延期したら、延期したなりのリスクがあります」ということを、丁寧に説明させていただきました。せっかくの機会ですので、雰囲気だけ、どういう感じだったのかをお伝えしますと、安倍総理の会合で2時間半を超えるというのはすごく珍しかったらしいのですが、その2時間半のうち2時間くらいがほぼ成長戦略の話で、最初の30分くらいが景気や増税の議論だったのですが、私の受けた印象を正直に述べますと、増税を延期する感じはないな、というものでした。政治家というものは、基本的に増税なんかしたくないというのが当たり前じゃないかと思うんです。選挙民が嫌がることです。選挙に受かるためにはそんなことしたくないですね。ですので、それでもなぜ安倍政権が腹をくくって増税しようとしているのか、その意図が何なのかを考えなければいけないと、私はよく言うんです。

財政学の世界では、財政が維持できなくなる限界点のことを財政限界、英語でフィスカルリミットと言ったりします。ギリシャのような国では財政限界、つまり天井が低い。すぐに破綻に向かってしまいます。そういう国では、財政赤字が膨らんでいくと、長期金利がワッと上がってしまったりします。日本の場合、経常収支が黒字ですし、ストックベースの対外資産もたくさんある。国の中でお金が回る状態ですので、天井が高いわけです。GDPの300%とか、場合によっては400%、そのくらい天井が高いという先行研究もあります。ですので、ちょっとやそっと財政赤字が膨らんでもすぐに破綻するということはありません。しないですけれども、やはり財政限界はあるのだと思います。

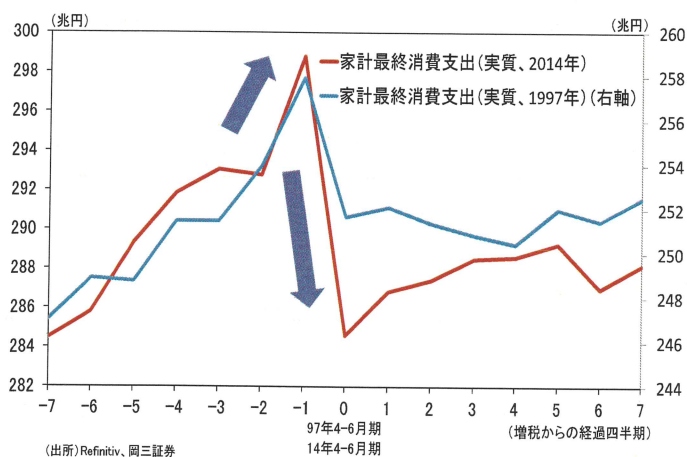
今、アメリカで、モダン・マネタリー・セオリー (MMT) というのが流行っています。日本語で言いますと、現代貨幣論と言うのですが、この議論は財政限界がないという議論です。そんなものはないよと、どんどん赤字を出して完全雇用を実現させなさいという議論です。なんとなくいかがわしく聞こえる議論ですが、私はその議論そのものを決してばかにはしていません。全貌がいまだによく分からないからですが、もしかすると、ケインズとか、シュンペーターとか、資本主義とは何ぞやみたいな話にまで行ってしまう深淵な議論なのかもしれないと思っています。

でも、私はやはり財政限界はあるんだと思います。ずっと赤字を垂れ流していると、何年後か知りませんが、40年とか50年とか先になって、「財政限界になるじゃん」というようなことになるかもしれないわけです。ですので、何で消費増税をするのかというと、そんなことにならないように、将来世代のためにやっておきましょうよと、後で後ろ指をさされないように、出来るときにやっておきましょうよと、そういうことだと私は解釈しています。それで増税を10月にやって、もし景気がやばいということになれば、短期的に補正予算を組んで景気を下支えすれば良いわけです。財政限界は高いわけですから、補正予算を組んだぐらいで日本の財政はびくともしません。そのような考え方のもとで、増税延期なんて考えないで、予定どおりやってください

ねという話を安倍総理にしました。

ともかく、増税は実施されます。軽減税率の仕組みが複雑だとかいろいろ言われていますけれども、実際に増税が行われたらどういふことが起きるのか。私なりの見方をご紹介しますと思います。さっき申し上げたとおり、3月下旬から5月にかけて、景気後退になっているのではないか、増税なんかとんでもない、こんな時に増税したら日本経済は大変なことになる、と大騒ぎした方もいらっしゃいます。でも、客観的にデータを分析しますと、決してそんなことにはならないということを、今からご説明したいと思います。

消費増税前後の実質消費(GDP)



日本は消費税増税を過去に2回やっています。1997年4月、そして2014年4月です。このグラフの横軸を見ていただいて、0が増税のタイミングです。青いラインが1997年当時の増税前後の消費の動きで、赤いラインが2014年の増税前後の消費の動きになります。赤いラインも青いラインも、増税前に駆け込みが発生しまして、わーっと上に行っています。そして増税が行われると、どすんと下がっています。青いラインと赤いラインを比べていただいて、2014年の赤いラインのほうがり落ち込みが激しい。これが1つのポイントです。なぜこういうことが起きるのか。増税前に物を買っておこう。いずれ買わなければならない物があったら今のうちにスーパーに行って買っておこうと、多分、そんなことが今回も繰り返されるのではないのでしょうか。

そういう意味では駆け込みなんて当たり前、そう思われるかもしれませんが、実はヨーロッパの国々ではそんなことあまり起きません。不思議とこれは日本特有の動きなんです。さきほどの2014年のほうが落ち込み方が大きかった背景もそうなのですが、そのポイントは物価にあります。ヨーロッパの国々ではEU法という法律があり、EUにいる限り付加価値税をかけなければいけないのです。ですので、ヨーロッパは消費税が非常に高い国が多い。北欧なんか25%、大陸のほうも結構高い消費税を課している国が多いのはご存知のとおりです。そういう国では、実はこういうことがあまり起きないように、上手に増税しています。

これは私の分析ですが、ヨーロッパでは物価の変動率の範囲内に増税幅を抑えるケースが多い。つまりヨーロッパでは目立たないように、物価の変動率の範囲内で小幅の増税をやるわけです。それに対して日本では消費者物価指数が非常になだらかで、安定しています。そういう国で2%とか3%の増税をいっぺんにやる。すると目立つし、影響も大きいわけです。それが1つ。

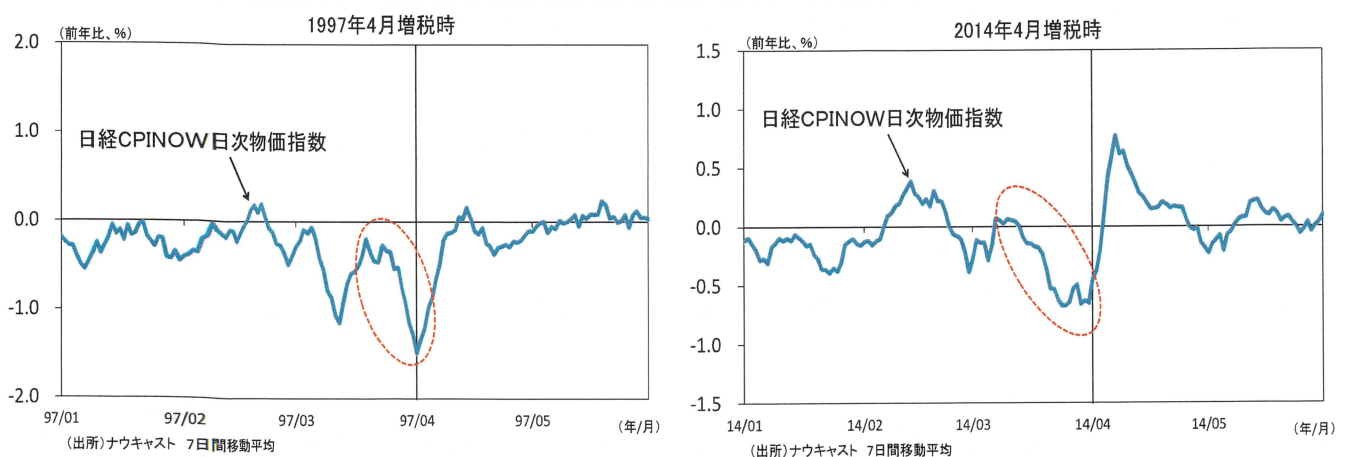
そして、日本という国は中小企業を保護したいという国なんです。1989年の消費税導入時、中小企業の間で消費税を価格に転嫁できないと、非常に不平不満が高まったわけです。それで1

997年4月の増税のタイミングでは、公正取引委員会がちゃんと中小企業が価格転嫁できるよう指導しました。その結果、4月になって中小企業を含め消費増税分を一斉一律に価格に転嫁するということが発生しました。その結果、ここに掲載しているとおり、CPIが一気にはね上がったのです。こんな現象はヨーロッパでは起きません。2014年は特措法まで作って一層強力に価格転嫁を促しました。転嫁Gメンが出て、公正取引委員会のホームページに、価格転嫁を阻害した企業の実名を公開するということまでやったわけです。

そういうことまでやった結果、2014年5月は消費者物価指数の前年比が何と3.7%まで行ってしまいました。日本というのは、皆さんご承知のとおり、日本銀行の物価目標2%が無理な国です。それが一気に3.7%になったわけで、所得効果と言ったりしますが、実質的な所得が目減りし、そして消費が低迷することになりました。1997年のときはまだ賃金が多少上がっていました。それまで賃金は上がることはあっても下がることはなかった。これを名目賃金の下方硬直性と言いますが、これが金融危機の起きた1998年になくなりました。1998年以降、賃金は、下がることはあっても上がることはなくなりました。全く逆になったのです。2014年のときは、賃金が低迷する中で物価がはね上がってしまいましたので、消費がこんなに落ちたのです。

実は、安倍政権はこういうことを学習しています。ヨーロッパで調査をして、何で彼らはいまうまくいっているのか、ということをしちんと把握した上で、今回は対応策を打っています。去年の11月28日にガイドラインを出して、柔軟に価格転嫁をしてください、10月に割引セールをやるとか、ポイント還元セールをやってください、ポイント還元セールするなら補助金を出しますよ、ということを行っているわけです。6月に出ました「骨太の方針」でも、そのガイドラインをより徹底して周知しますと書いてあります。ですから、来月は2014年のようなCPIの跳ね上がりは起きない、というのが私の見通しです。どのくらいか、これはわからないですけども、今、消費者物価のベースラインは0.5%ぐらいです。今回もし企業の皆さんがフル転嫁をしたとすると、1%はね上がる計算です。でも、フル転嫁は起きませんから、半分の0.5%転嫁したとしても、1%ぐらいにしかありません。したがって、物価が10月に突然はね上がるということではなくて、上がっても1%ぐらいでしょう（注：教育保育無償化を除くベース）。そうになると、2014年のはね上がりとは雲泥の差です。おそらく今年は消費がぶっ倒れるということにはならないというのが、私の結論になります。

「値ごろ帯」の維持が駆け込みを拡大



もう一つ、このグラフが非常におもしろい。今からお話することは、昨日発売になった『週

刊エコノミスト』の「独眼経眼」というコラムでも書いています。

このグラフは何かといいますと、POSデータを使った物価指数です。スーパーに行くレジがあります、あのレジで打ったデータがPOSシステムに保存され、POSデータとして蓄積されています。非常に詳しいデータベースで、それを使って、日次の物価指数が作られています。当然、食料品のウェイトが高いわけですが、左が1997年の増税前後の動きで、右が2014年の動きです。縦線が増税のタイミングになります。不思議と増税の直前にどちらも下がっています。

なぜかという話ですが、大手のスーパーではマーケティングの一環で、「値ごろ帯」を把握しています。値ごろ帯というのは商品ごとに需要が確保できる価格のバンドのことで、先ほど申し上げたとおり、日本では消費税の引き上げ分をフル転嫁しなければいけないわけですから、転嫁した後の価格が値ごろ帯の上限を超えないように、事前に値下げをする。これがスーパーとかで起きていたと考えられます。ただでさえ駆け込みもうと思われていた方が、スーパーに行くとき「え、値下げしているじゃん！」という話になるわけですから、当然、駆け込みは膨らむということになります。

中小企業を保護するために良かれと思って価格への転嫁を促したところ、物価がはね上がって、マクロ経済としてはマイナス効果が大きくなる、合成の誤謬の典型ですが、今回は、こういうことが激しくは発生しないと思いますので、駆け込みはそれほど大きくならないと考えられます。

駆け込みというのは、統計が出そろわないと分析できません。現時点で頼りになるのは唯一アンケート調査です。内閣府が作っております景気ウォッチャー調査がありますが、その全てのコメントのうち、駆け込みに関するものをキーワード検索して集約しましたところ、8月調査では229件ありました。6月調査では102件でしたので、ほぼ倍増です。そのうち駆け込みがあったというコメントが89件、駆け込みはまだ出ていないというコメントが126件ありました。おそらく今回は、想定したほど駆け込みは発生していないということだと思います。10-12月期のマイナス幅を強く置き過ぎたかなと申し上げたのは、こうした背景があるからです。

【アメリカ経済】

さて、アメリカ経済についてのちゃぶ台返しを、今からさせていただきます。冒頭でアメリカの長期金利と短期金利の話をしました。私は20代のころからアメリカ経済の先行きを考えるときには、決まって長期金利と短期金利のスプレッドを見てきました。

長短金利(10年とFFレート)と景気後退

