

景気動向と金融政策への期待

2019.3.6

みずほ総合研究所
エグゼクティブエコノミスト
門間一夫

kazuo.momma@mizuho-ri.co.jp

世界経済は緩やかに減速へ(みずほ総研2月時点見通し)

暦年	(前年比、%)						(前年比、%)		(ポイント)	
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2018年 (12月予測)	2019年 (12月予測)	2018年 (12月予測からの修正幅)	2019年 (12月予測からの修正幅)
予測対象地域計	3.5	3.4	3.9	4.0	3.7	3.5	3.9	3.8	0.1	▲ 0.1
日米ユーロ圏	2.4	1.6	2.2	2.2	1.8	1.4	2.2	2.0	-	▲ 0.2
米国	2.9	1.6	2.2	2.9	2.7	1.7	2.9	2.7	-	-
ユーロ圏	2.1	2.0	2.4	1.8	1.3	1.4	1.9	1.5	▲ 0.1	▲ 0.2
英国	2.3	1.8	1.8	1.4	1.3	1.5	-	-	-	-
日本	1.2	0.6	1.9	0.7	0.5	0.5	0.7	1.0	-	▲ 0.5
アジア	6.2	6.2	6.1	6.2	5.8	5.8	6.2	5.9	-	▲ 0.1
中国	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	6.1	6.6	6.2	-	-
NIEs	2.1	2.4	3.2	2.8	2.3	2.0	2.7	2.3	0.1	-
ASEAN5	4.9	4.9	5.3	5.2	5.0	4.8	5.2	5.0	-	-
インド	7.6	7.9	6.2	7.5	7.2	7.2	7.5	7.2	-	-
オーストラリア	2.5	2.8	2.4	3.1	2.5	2.3	3.1	2.5	-	-
ブラジル	▲ 3.5	▲ 3.3	1.1	1.4	2.4	2.3	1.4	2.4	-	-
メキシコ	3.3	2.9	2.1	2.0	1.8	1.7	2.2	2.2	▲ 0.2	▲ 0.4
ロシア	▲ 2.5	▲ 0.3	1.6	2.3	1.3	1.7	1.6	1.3	0.7	-
日本(年度)	1.3	0.9	1.9	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1
原油価格(WTI,\$/bbl)	49	43	51	65	56	54	65	68	-	▲ 12

(注)予測対象地域計はIMFによる2016年GDPシェア(PPP)により計算。(資料)IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

日本経済：潜在成長率並みをキープできるかどうか(みずほ総研2月時点見通し)

		2017	2018	2019	2020	2018		2019				2020				2021
		年度				7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	1.9	0.5	0.6	0.5	▲ 0.7	0.3	0.2	0.3	0.4	▲ 0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲ 2.6	1.4	0.7	1.1	1.6	▲ 2.0	1.2	0.8	0.9	0.7	0.5
内需	前期比、%	1.5	0.7	0.7	0.4	▲ 0.5	0.7	0.2	0.3	0.6	▲ 0.9	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
民需	前期比、%	1.8	1.0	0.6	0.2	▲ 0.6	0.7	0.2	0.3	0.8	▲ 1.5	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2
個人消費	前期比、%	1.1	0.6	0.6	0.1	▲ 0.2	0.6	0.0	0.4	1.2	▲ 2.0	0.4	0.3	0.1	0.1	0.3
住宅投資	前期比、%	▲ 0.7	▲ 4.4	▲ 2.6	▲ 8.3	0.5	1.1	0.6	1.0	▲ 1.8	▲ 4.5	▲ 4.7	▲ 2.4	▲ 0.2	0.5	0.2
設備投資	前期比、%	4.6	3.3	2.2	1.2	▲ 2.7	2.4	0.2	0.4	1.0	0.5	0.4	0.4	0.5	▲ 0.4	▲ 0.3
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
公需	前期比、%	0.6	▲ 0.1	1.2	1.1	▲ 0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.7	0.4	▲ 0.0	0.3	0.5	0.1
政府消費	前期比、%	0.4	0.9	0.8	0.9	0.2	0.8	▲ 0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	0.5	▲ 3.4	2.8	1.9	▲ 2.1	▲ 1.2	2.0	0.6	▲ 0.7	3.2	1.7	▲ 1.3	0.4	1.1	▲ 0.4
外需	前期比寄与度、%Pt	0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	0.4	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
輸出	前期比、%	6.4	1.9	1.4	1.5	▲ 1.4	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.2
輸入	前期比、%	4.0	3.3	2.4	0.7	▲ 0.7	2.7	0.4	0.7	1.7	▲ 2.0	0.1	0.6	0.3	0.5	0.4
名目GDP	前期比、%	2.0	0.4	1.7	1.4	▲ 0.6	0.3	0.6	0.7	0.5	0.0	0.5	0.9	0.2	▲ 0.3	0.2
GDPデフレーター	前年比、%	0.1	▲ 0.1	1.2	0.9	▲ 0.4	▲ 0.3	0.4	0.9	0.9	1.4	1.3	1.4	1.4	0.5	0.2
内需デフレーター	前年比、%	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.8	0.9	1.1	0.8	0.3	0.3

(注)網掛けは予測値。

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成

世界・日本経済が「景気後退」に至らない5つの理由(裏を返せばこれらがリスク)

1. 米中摩擦の急性エスカレーションはない

- ただし、その場合でも、技術覇権や構造改革に関連した米中対立は、グローバル市場分断のリスクをはらみながら長期にわたって続く。

2. 中国は景気対策により年央にも底入れへ

- ただし、大規模な公的投資ではなく、金融緩和や減税が中心。減速に歯止めがかかりつつあるようにも見えるが、なお不確実性は大きい。

3. 米国のインフレ圧力が限定的

- ただし、コスト圧力がそれなりに上昇している点には注意。仮に、米国のインフレが想定外に加速した場合は、大きなショックとなる。

4. 日米欧とも家計の所得形成が堅調であり、内需環境は良好

- ただし、製造業の下降モメンタムに対して、どこまで持ちこたえられるかがポイント。

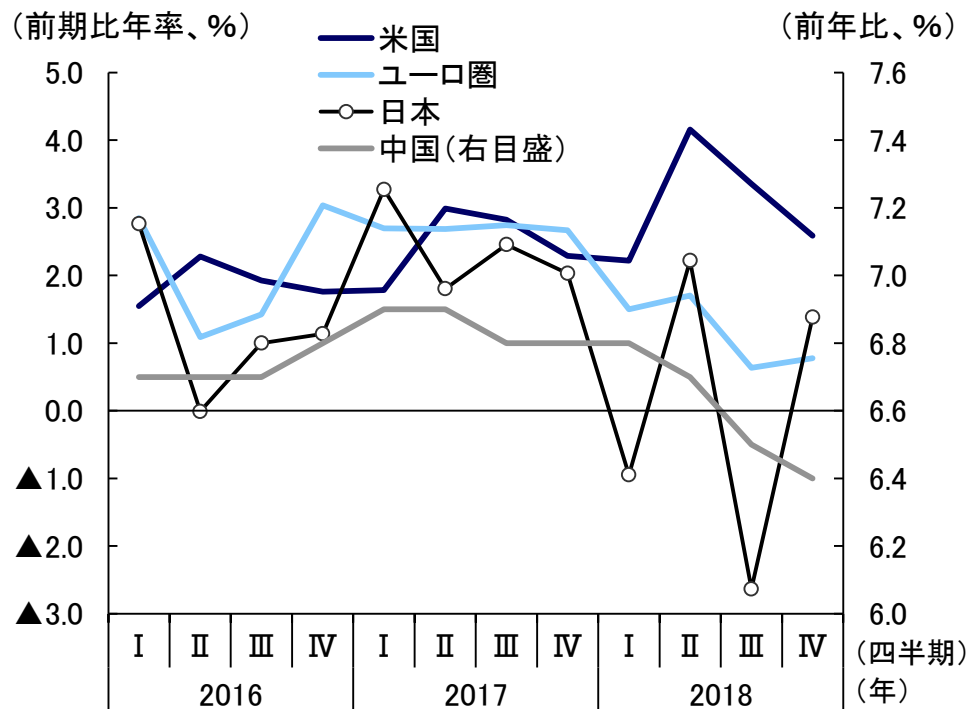
5. 金融面の不均衡はおそらく大きな脅威ではない

- ただし、世界の多くの地域で不動産、債務、クレジット市場などがstretchedであることは確か。また、過去には何度も「大きな不均衡」が過小評価されてきた。

世界経済は製造業を中心に減速

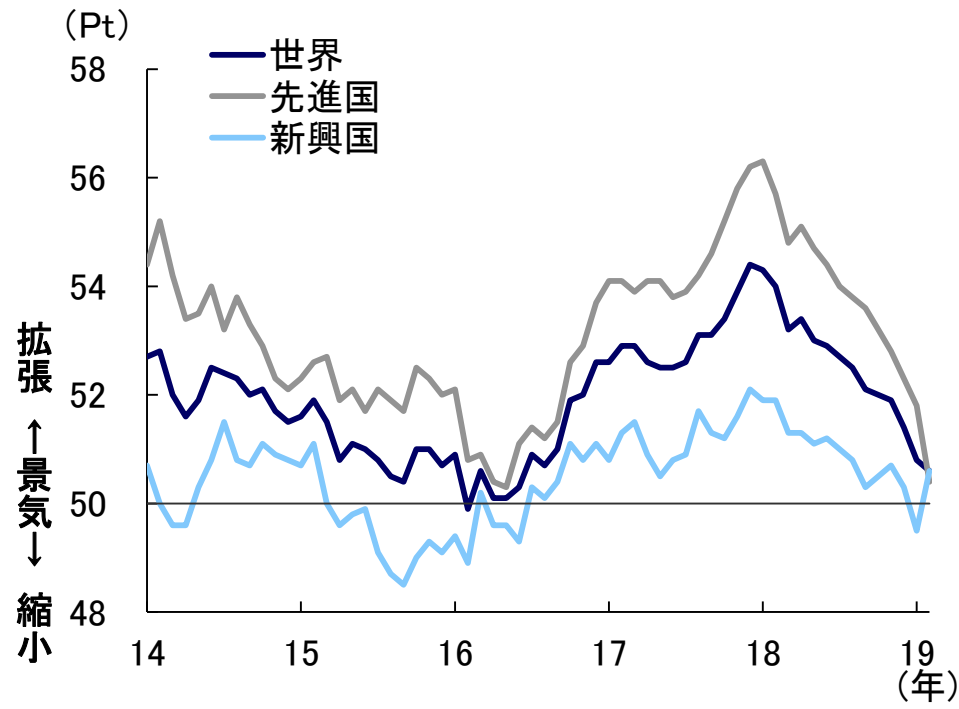
- 米国はなお「一人勝ち」の様相だが、昨年秋までに比べれば足元はやや減速。日本の4Qは、自然災害の影響を受けた3Qからはリバウンドしているが、均せば明らかに減速。
- 製造業PMIの水準は2016年の前回ボトムに接近しつつある。

【日米欧中のGDP成長率】



(資料)各国統計より、みずほ総合研究所作成

【グローバル製造業PMI】



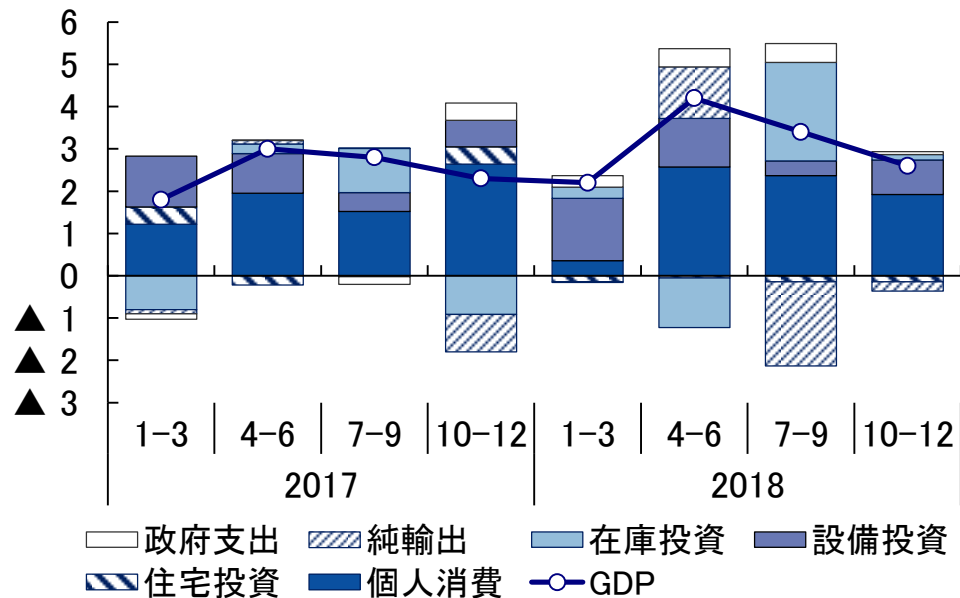
(資料)Markitより、みずほ総合研究所作成

米国経済の減速の程度はこの先も軽微との見方が多いが、手放しで楽観はできない

- 2018年中のGDP成長率は、潜在成長率(2%程度)を明確に上回るハイペース。ただし、今後は、①世界経済の減速、②減税効果の息切れ、③通商摩擦の影響、④これまでの利上げの影響、⑤人手不足による成長制約、など多くの減速要因があることに注意。
- 失業率はFedが考える「完全雇用水準」を下回り、約半世紀ぶりの水準まで低下。

【米国の実質GDP成長率】

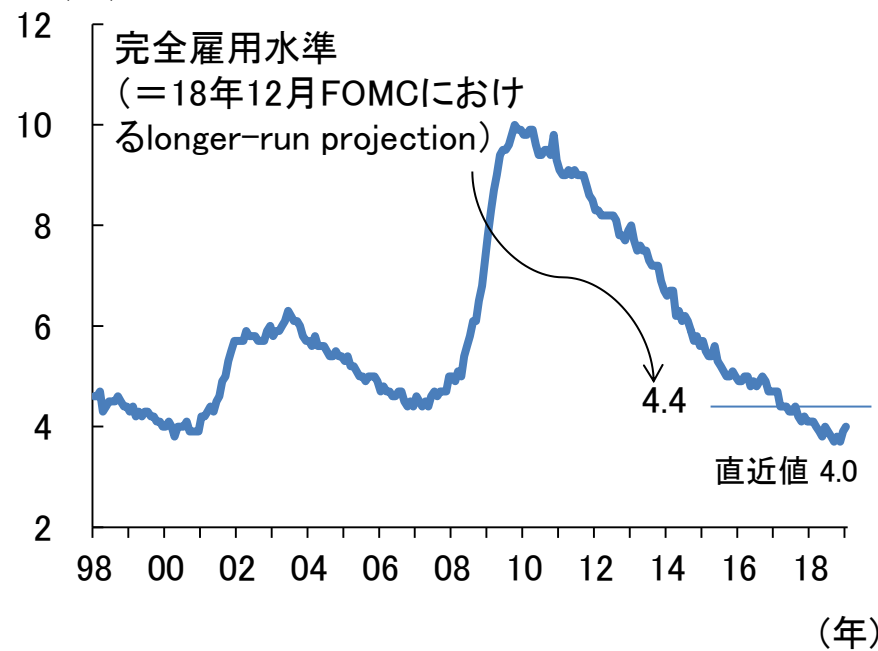
(前期比年率、%)



(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

【米国の失業率】

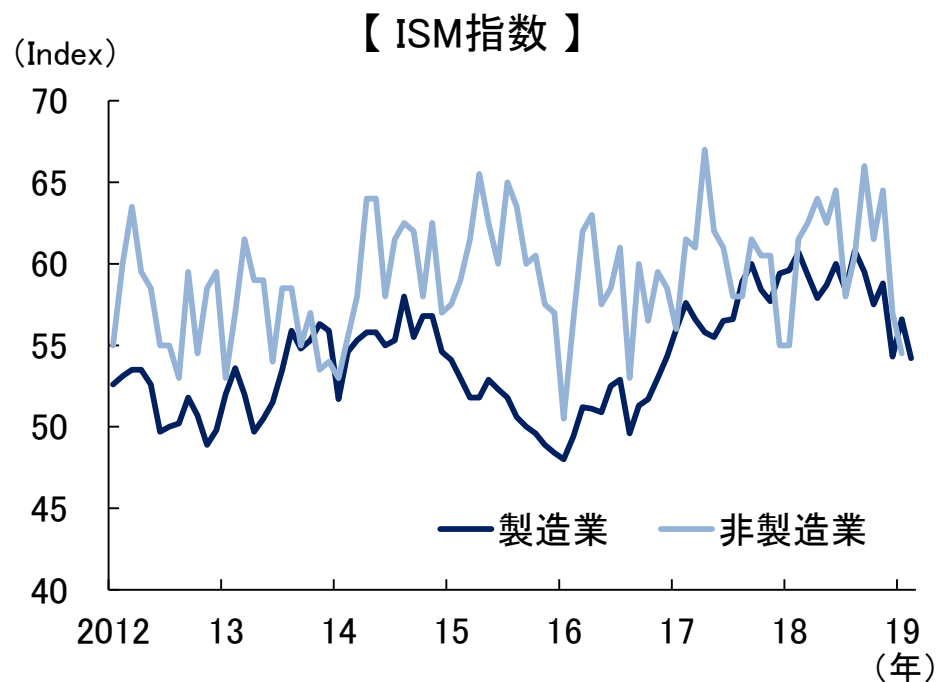
(%)



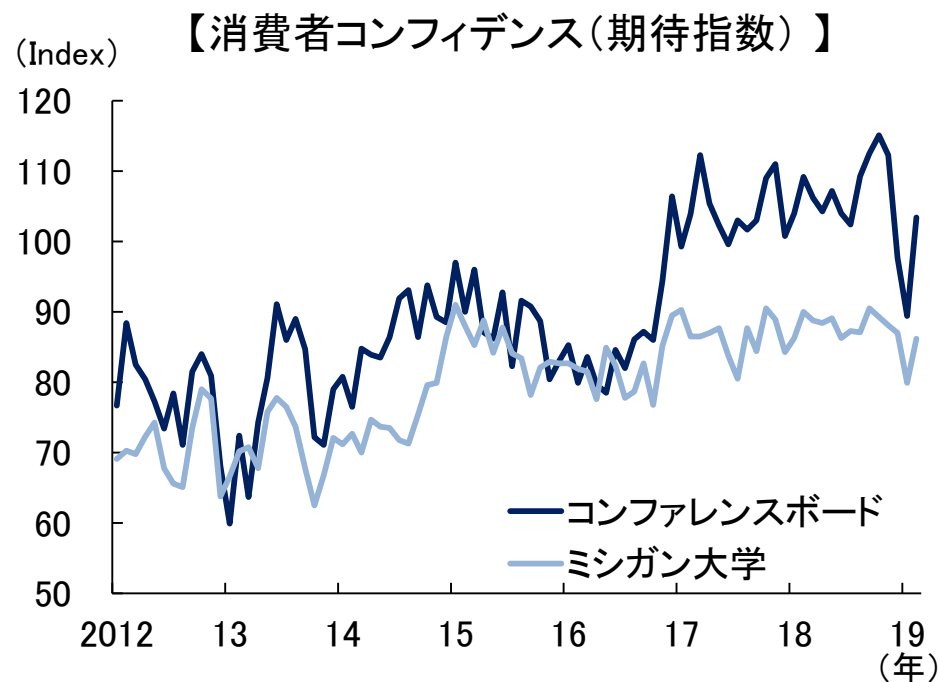
(資料) US Bureau of Labor Statistics, FRB

米国:各種のマインド指標は、今のところ昨年の良すぎた水準が修正された程度

- ISM指数、消費者コンフィデンスいずれについても、最近は弱い動きも見られる一方、水準は引き続き高い。
- 今のところ、景気に強い逆回転がかかる様相ではない。



(注) 季節調整値。
(資料) ISM

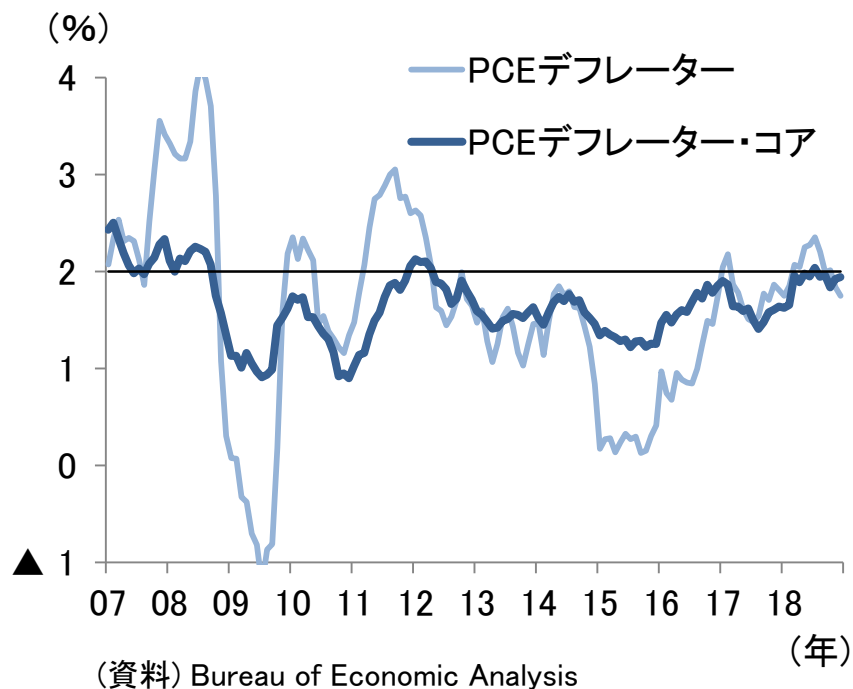


(注) コンファレンスボード指数は季節調整値、1985年=100。
ミシガン大学指数は原数値、1964年=100。
(資料) Conference Board、University of Michigan

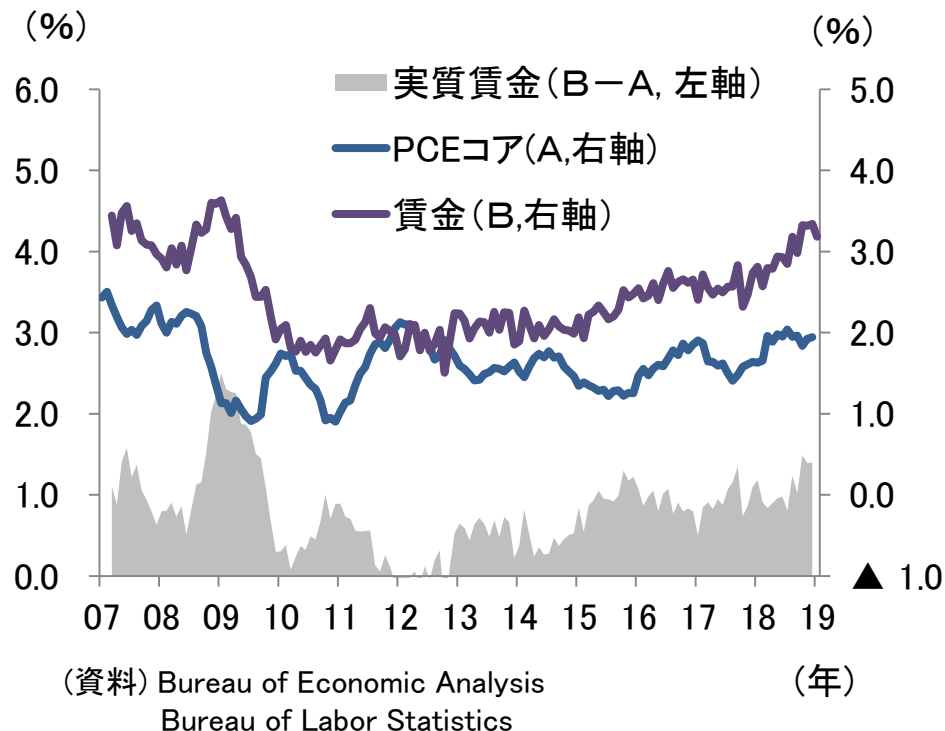
米国のインフレ率(PCEデフレーター・コア)は目標の2%近辺で推移

- インフレ率(コア)は2%近辺で推移。失業率が歴史的低水準の割にはインフレは落ち着いている一方、今後加速していく可能性も否定はできない。
- 賃金の上昇率は3%強まで徐々に切り上がってきている。ただ、この程度の賃金上昇なら、直ちにインフレ加速圧力にはならないとの見方も十分ありうる。

【 米国のインフレ率 】



【 PCEデフレーター・コアと賃金 】



米国の金融政策：本年入り後、FRBの政策姿勢は急速にハト派化

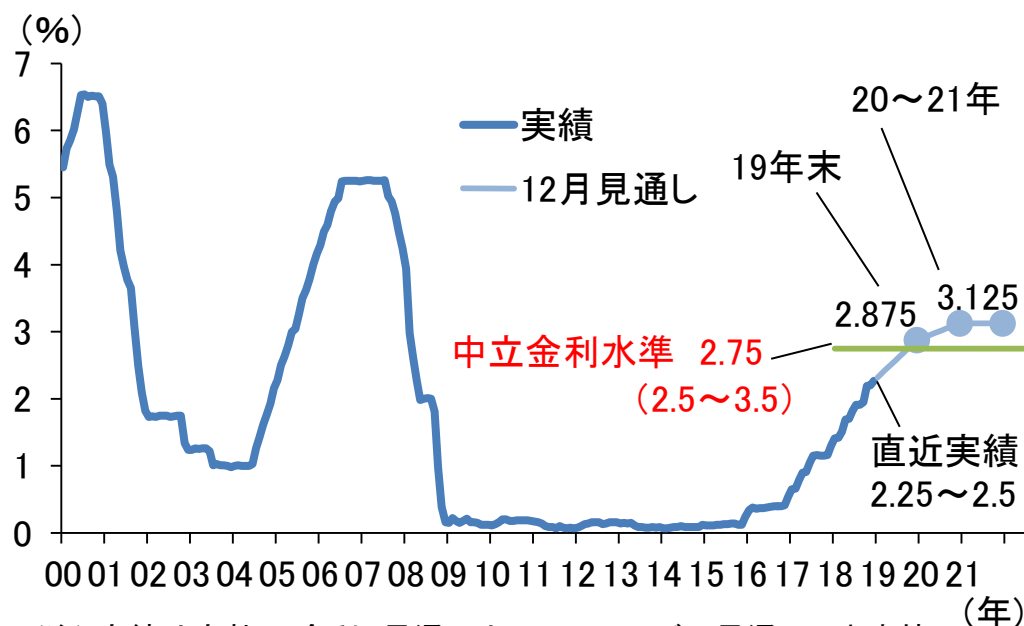
- FRBは12月時点で、不確実性が大きいながらも、2019年中に2回程度の利上げ、最終的に3%超までの利上げ予想を示していた。
- その後の株価下落、海外の不透明感の強まりなどを背景に、FRBは当面の利上げ停止を示唆。BS縮小についても市場に配慮したメッセージ。3月のdot chartに注目。

【 FOMC見通し(18年12月) 】

	2018	2019	2020	2021	Longer run (%)
実質GDP	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9
失業率	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4
PCE	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0
PCEコア	1.9	2.0	2.0	2.0	
FF金利	2.4	2.9	3.1	3.1	2.75

(資料)FRB

【 FF金利 】

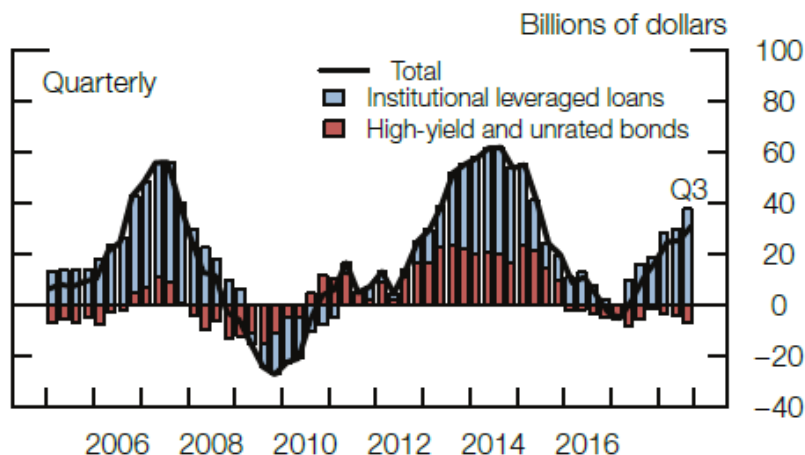


(注) 実績は実効FF金利、見通しはFOMCメンバー見通しの中央値
(資料) FRB

金融面の安定に関するパウエル議長の総括：全体として軽微(moderate)

- FRBの金融安定報告書(2018年11月に初めて出版)によれば、企業債務や資産価格の面では注意すべき点もあるが、家計や銀行部門に大きな問題はないとの評価。
- この間、パウエル議長は、「過去2回の経済の調整圧力は、インフレではなく金融面の不均衡として表れた」との認識を示している(2018年8月のジャクソンホール講演等)。

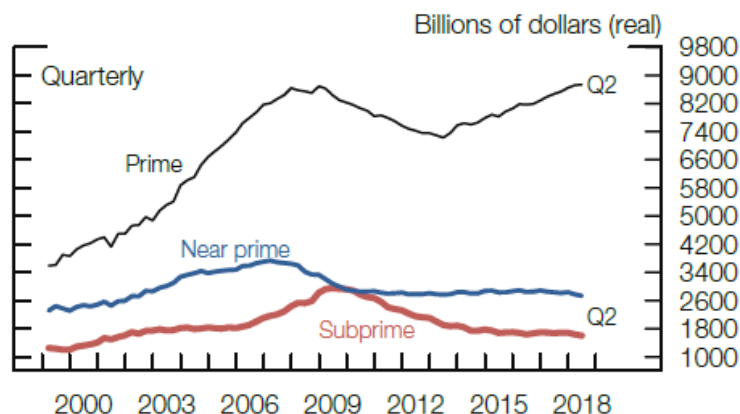
2-4. Net Issuance of Risky Business Debt



Note: Total net issuance of risky debt is the sum of the net issuance of speculative-grade and unrated bonds and leveraged loans. The data are four-quarter moving averages.

Source: Mergent, Fixed Investment Securities Database (FISD); S&P Global, Leveraged Commentary & Data.

2-9. Total Household Loan Balances



Note: Near prime are those with an Equifax Risk Score from 620 to 719; prime are greater than 719. Scores are measured contemporaneously. Student loan balances before 2004 are estimated using average growth from 2004 to 2007, by risk score. The data are converted to constant 2018 dollars using the consumer price index.

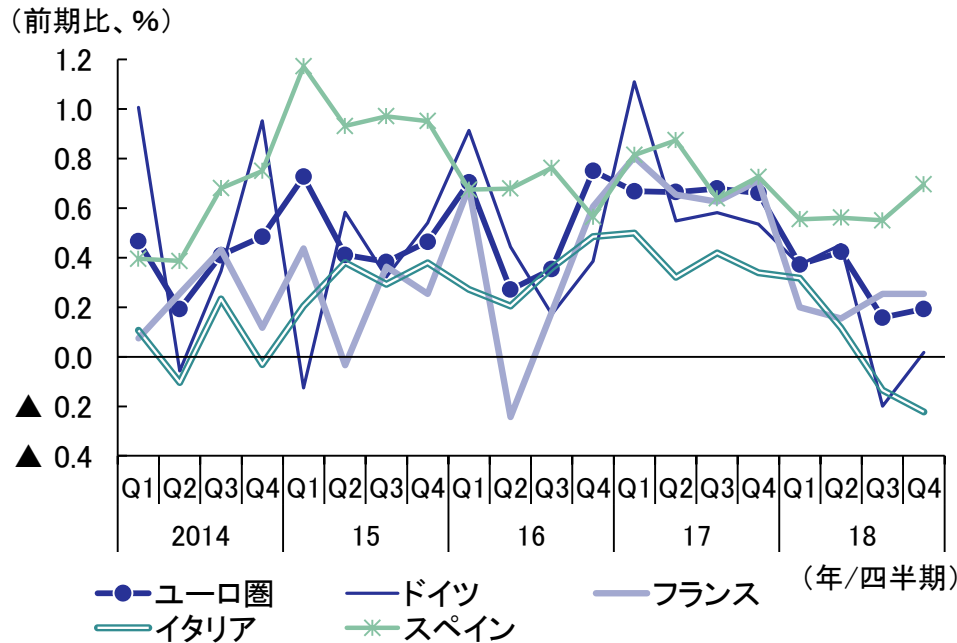
Source: FRBNY Consumer Credit Panel/Equifax; Bureau of Labor Statistics consumer price index.

(資料) FRB “Financial Stability Report”(2018年11月)より転載

ユーロ圏の経済は減速が鮮明

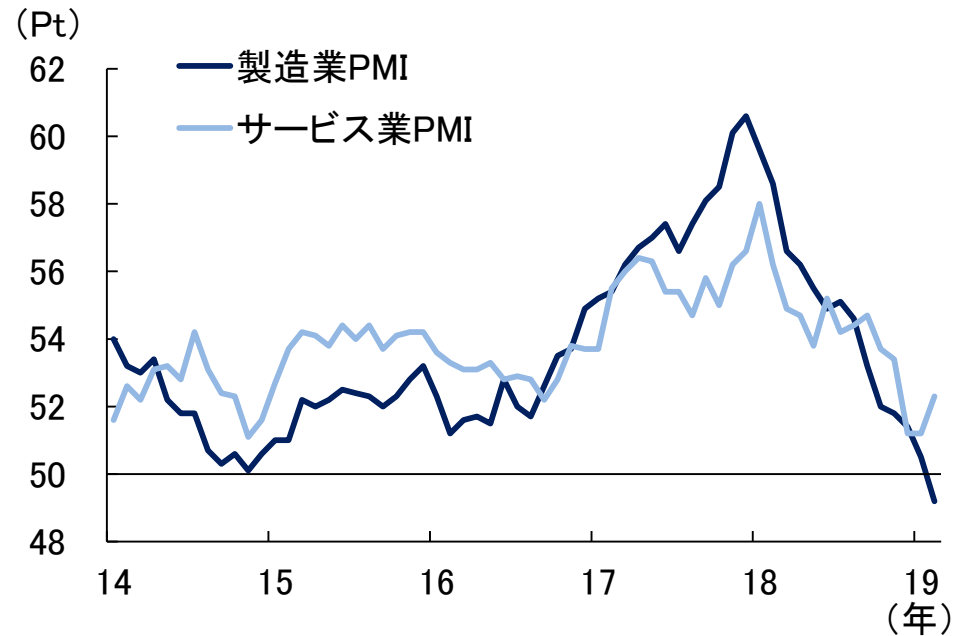
- ユーロ圏の経済成長率は、2017年は予想を上回る好調ぶりを示したが、2018年ははっきり減速。足元は、景気後退が避けられるかどうかぎりぎりの情勢。
- 減速の基本的な背景は製造業の調整。サービス業はこのところ下げ止まりつつあるようにも見える。

【ユーロ圏のGDP成長率】



(資料)Eurostatより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏のPMI】

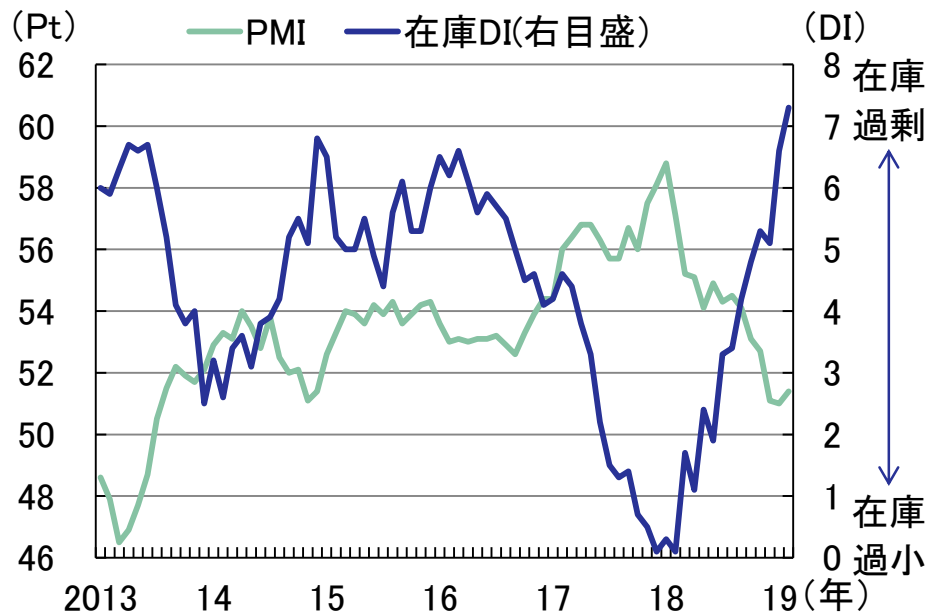


(資料)Markitより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：負のショックに対して、雇用面の堅調さがどこまでクッションとして機能するか

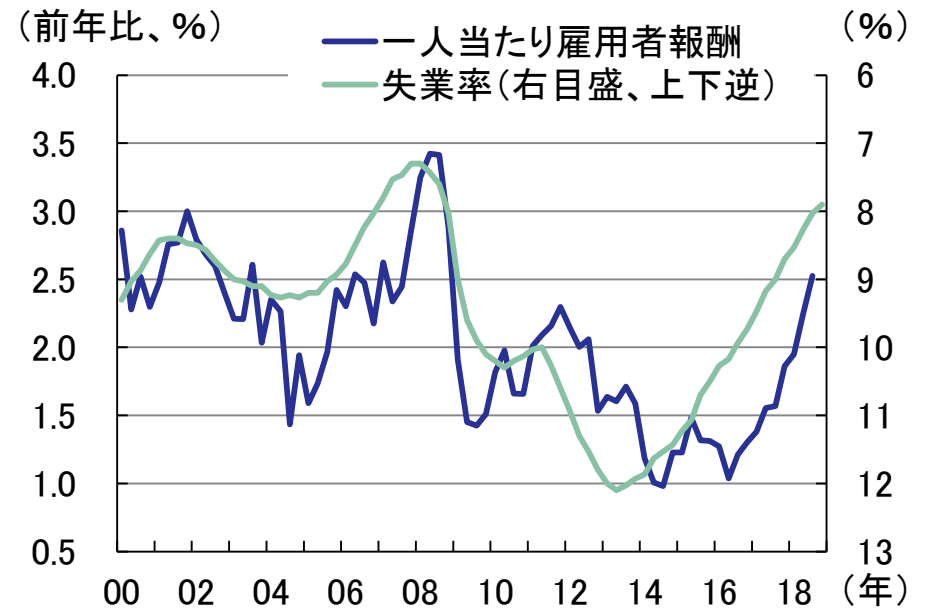
- まずは、在庫調整圧力の増大にいつ歯止めがかかるかが注目点。
- それまでの間、家計の所得形成が持ちこたえれば、景気後退回避の可能性が高まる。
- 一方、最近の賃金の上昇が物価の上昇につながるかどうかは、不確実性が大きい。

【ユーロ圏のPMIと在庫DI】



(注) 通常の在庫水準と比して過剰か否かを聞いたもの。ゼロが判断の節目。
 (資料) 欧州委員会、Markitより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏の一人当たり雇用者報酬と失業率】

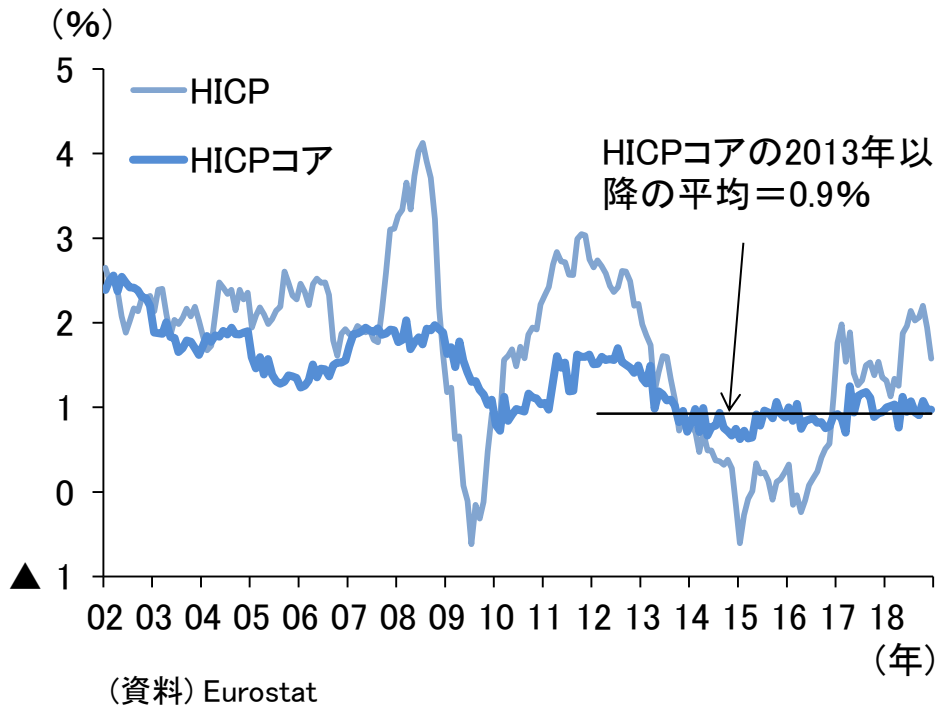


(資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

欧州の金融政策： 利上げ開始は2020年への後ずれが濃厚に

- コア・インフレ率はもともと1%近辺で横ばい。そこに景気減速という追加マイナス要因。
- 利上げ開始は2020年以降に後ずれする可能性が濃厚。フォワードガイダンスを変更か。
- TLTRO (ECBから金融機関への低利長期貸出)も延長の方向か。

【ユーロ圏インフレ率】



【ECBの金融政策】

・ネット資産買入れ(億ユーロ/月)

800	2016/4月～2017/3月
600	2017/4月～12月
300	2018/1月～9月
150	2018/10月～12月
ゼロ	2019/1月以降(残高は維持)

・金利のフォワードガイダンス

現在の政策金利水準を**少なくとも2019年の夏まで**続けると想定。
インフレが予想通り目標に向かっていくことが利上げの十分条件。

中国経済は、2018年のとくに後半から減速が鮮明に

- 減速の背景は、①過剰債務への政策的な取り組み(シャドウ・バンキング規制など)、②自動車・スマホ等の成長鈍化、③米国との摩擦。
- 当局も景気対策に本腰を入れ始めているが、下げ止まりはなお明確ではない。

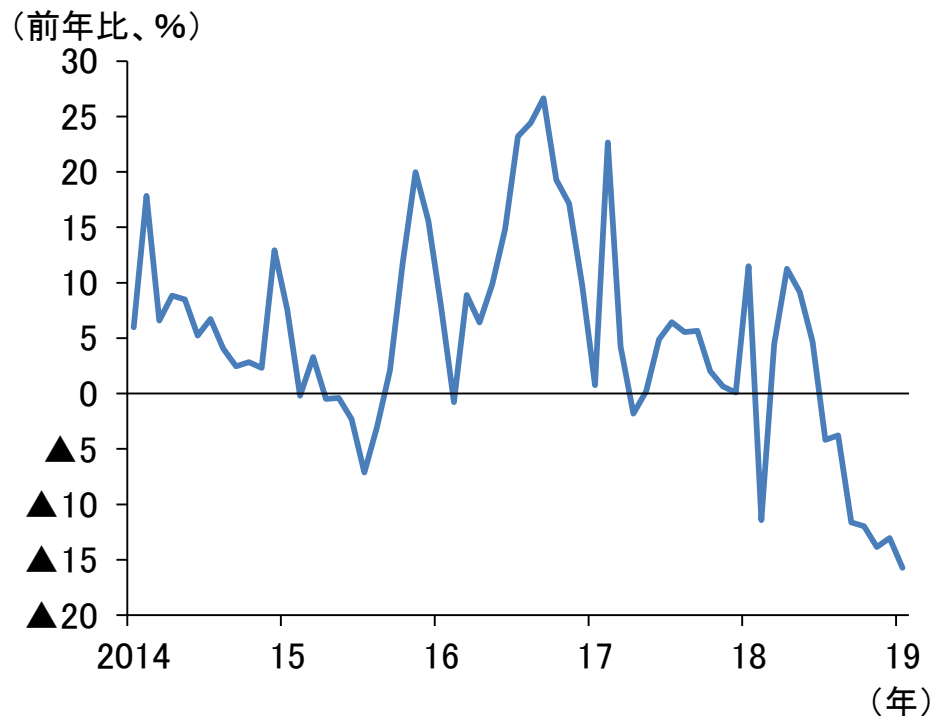
【 PMIと李克強指数 】



(注) 李克強指数は、中長期貸出残高、電力消費量、鉄道貨物輸送量の3カ月移動平均値の前年比伸び率をそれぞれ1/3のウェイトで合成した指数。

(資料) 中国人民銀行、中国電力企業連合会、中国国家統計局、中国鉄路総公司・国家鉄路局、財新、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

【 中国の自動車販売台数 】

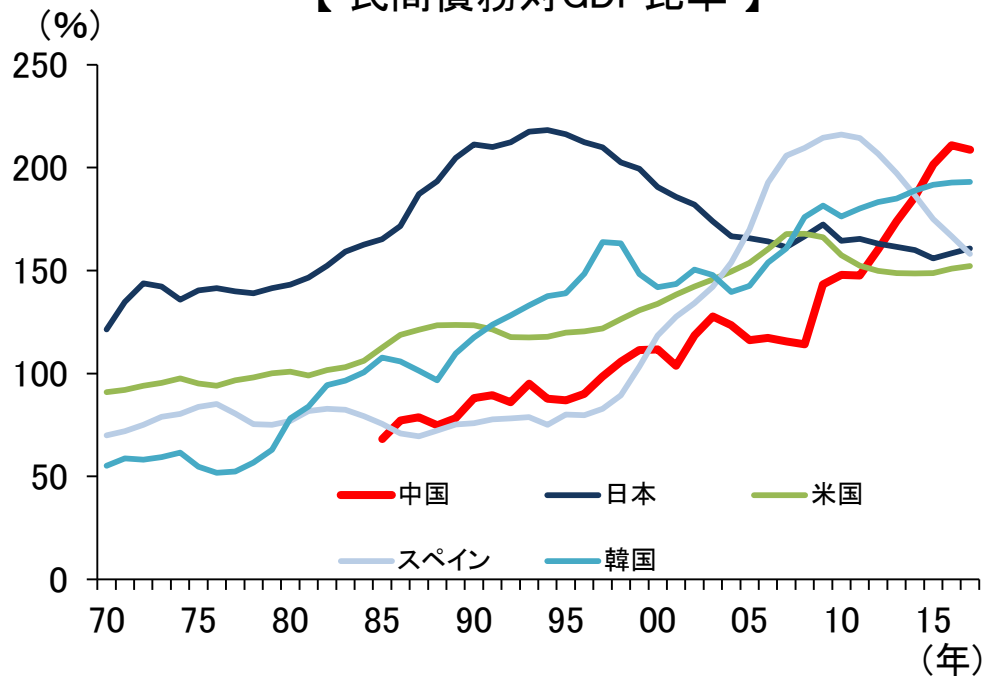


(資料) 中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

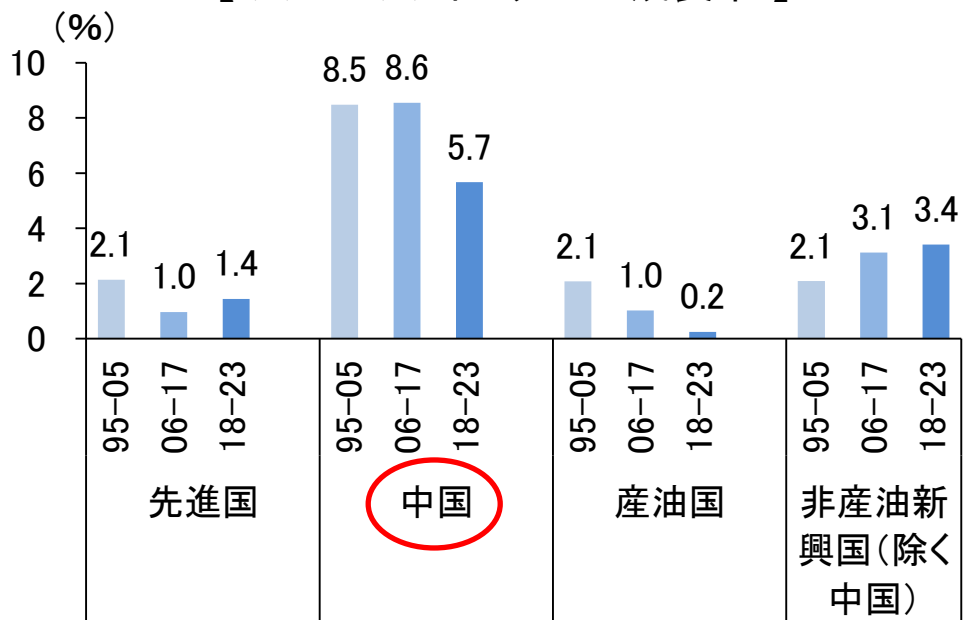
過剰債務の調整を進め持続的な成長構造を確立することは不可欠

- 中国の企業債務はGDP比で200%を超える水準。過去、この水準に達した国(日本、スペイン)はその後大幅な調整を迫られた。中国政府も危機感を持って取り組んでいる。
- 一方で、急速な景気減速ひいては雇用への悪影響の広がり回避したい。当局は、デレバレッジとのバランスも意識しつつ、足元は景気対策に本腰を入れつつある。

【民間債務対GDP比率】



【人口一人当たりGDP成長率】

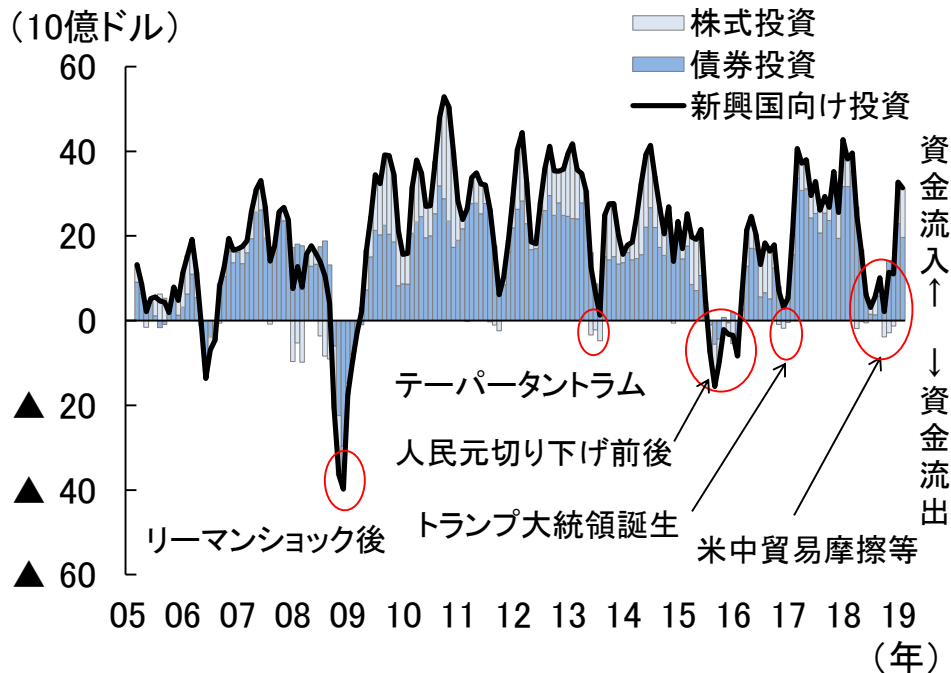


(資料) IMF世界経済見通し2018年10月号

新興国の金融環境は2018年に悪化した、最近は比較的落ち着いている

- 2018年は新興国への資金流入が大幅に減少。ただし、2019年入り後は、米国金融政策のハト派化などを理由に、資金流入が回復。
- 2018年中の悪化は、主としてトルコ、アルゼンチン、といった個別国要因によるもの。

【 新興国向け証券投資 】



(注) IIF推計値の3カ月移動平均。
 (資料) IIFより、みずほ総合研究所作成

【 新興国株指数 】

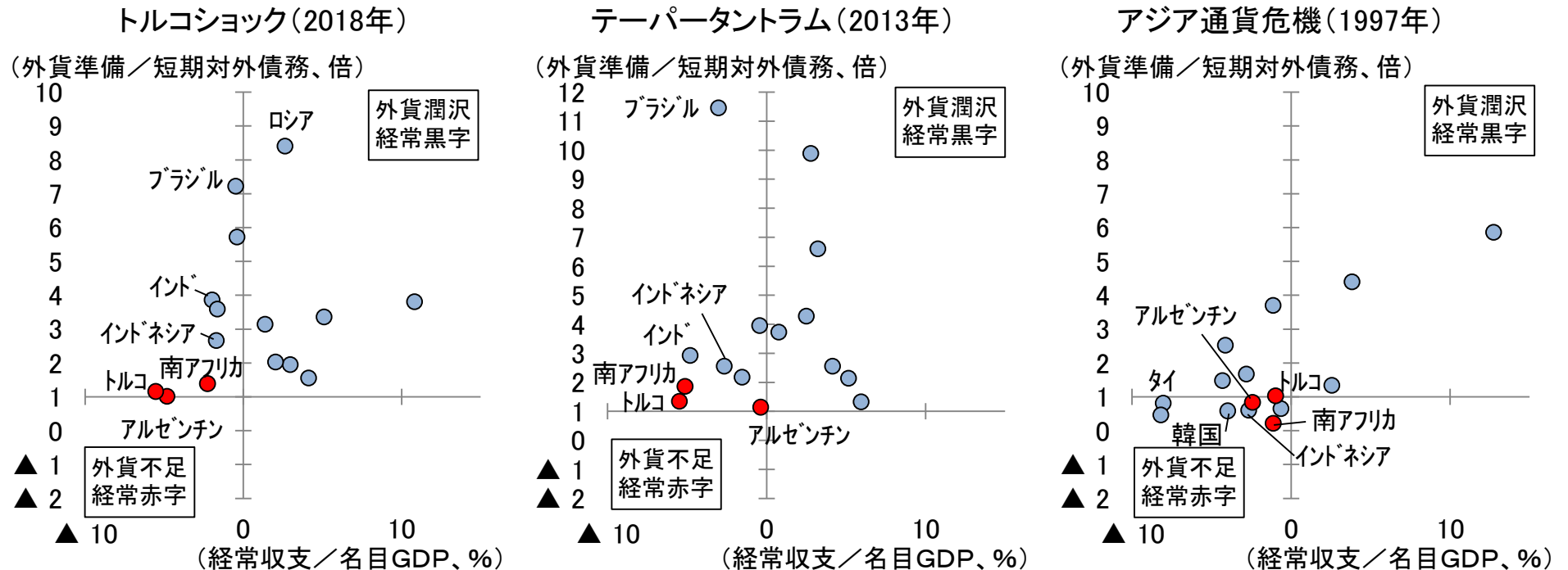


(資料) MSCIより、みずほ総合研究所作成

構造的に見れば、新興国はアジア危機時に比べて頑健性が増している

- 昨年通貨が大幅に下落したトルコ、アルゼンチンは、ファンダメンタルズが相対的に脆弱。
- 新興国全体としてみれば、アジア危機時に比べて、経常収支赤字の国が減っているほか、赤字でも外貨準備が厚くなっている国が多い。

【新興国のファンダメンタルズ(経常収支、外貨準備)】



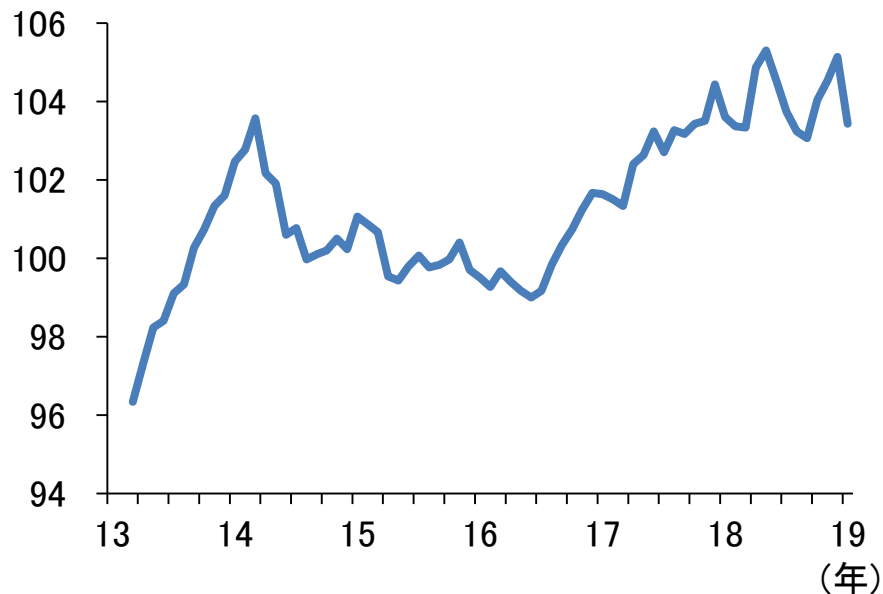
(注) 各イベント発生前年のデータ。但し、左図の中国の経常収支/名目GDPは1997年、韓国の外貨準備/短期対外債務は1998年。
 (資料) IMFより、みずほ総合研究所作成

日本：製造業部門は2018年以降、横ばい圏内の動き

- 2016年半ば～2017年末ごろまでは、①世界景気の同時拡大、②半導体スーパーサイクル、などを背景に輸出・生産とも力強く伸びていたが、2018年初から足元まで横ばい。
- 内需は今のところ設備投資を中心に底堅い。内需が持ちこたえているうちに外部環境が安定するかどうか、当面のポイント。

【 鉱工業生産 】

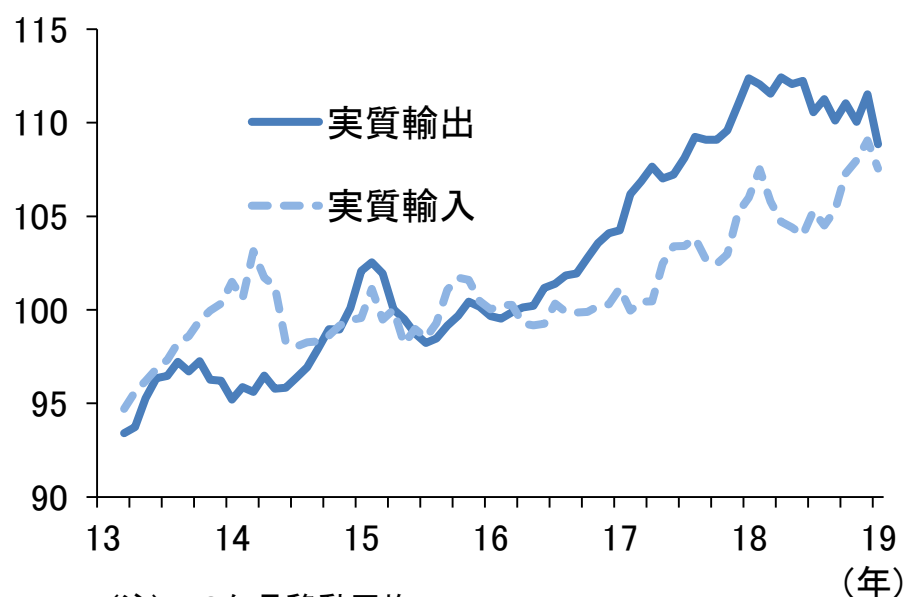
(2015年=100)



(注) 3か月移動平均
(資料) 経済産業省

【 実質輸出入 】

(2015年=100)

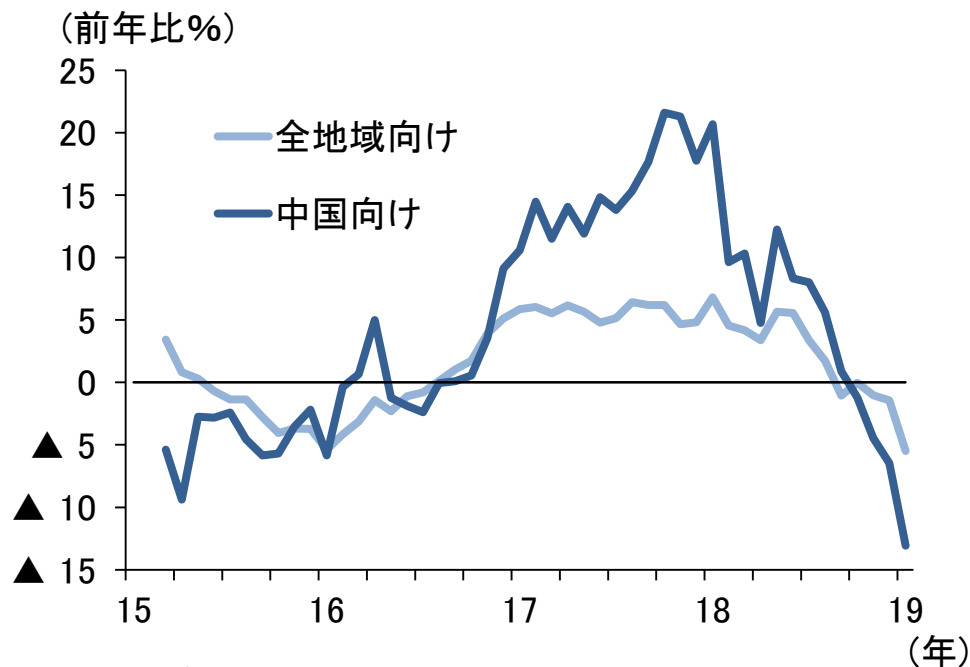


(注) 3か月移動平均
(資料) 日銀

中国向けの輸出は、2017年は絶好調、2018年はその反動、と大きく振れている

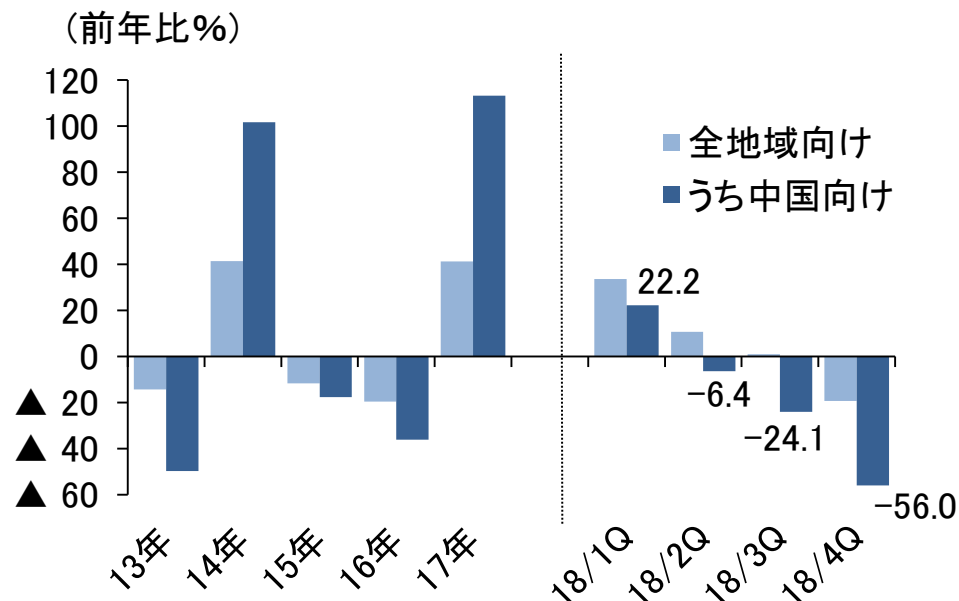
- 中国向け輸出の2017年の勢いはそもそも持続可能なペースを超えていた。現在の調整局面は、その必然的な結果という面がある。
- 工作機械の中国向け受注は2017年は前年比2倍以上であった。2018年はその反動が出ており、前年比のマイナス幅は期を追って拡大してきている。

【 輸出数量指数 】



(注) 後方3か月移動平均。19年1Qは1月分
 (資料) 財務省

【 工作機械受注額 】



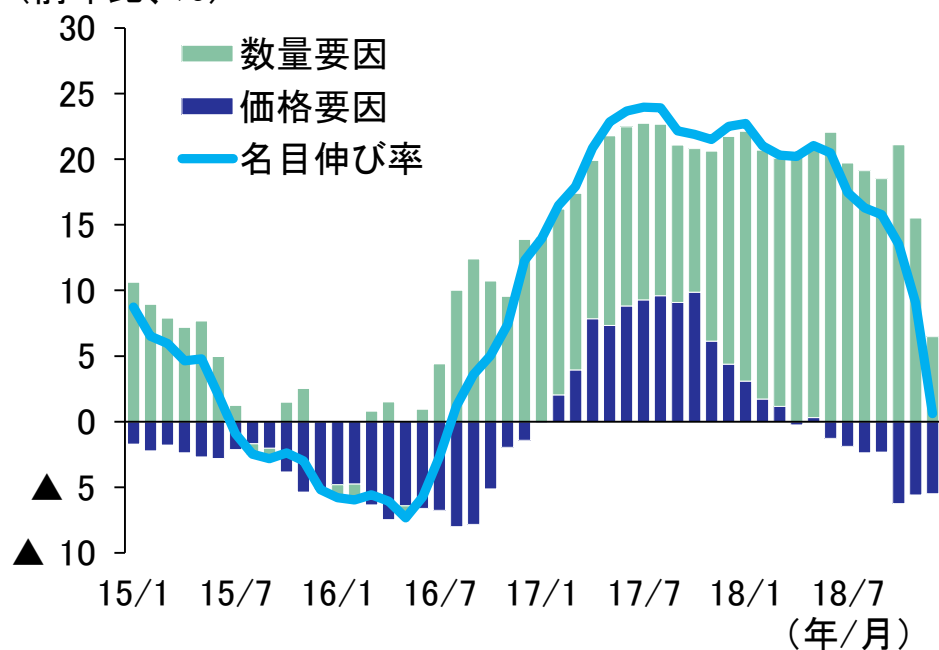
(資料) 日本工作機械工業会

半導体関連の需要は昨年後半以降、減速が鮮明

- 半導体は、データセンター、自動車向けなどの新市場拡大もあり、スーパーサイクルとも言われてきた。
- 長期的な見通しは引き続き良好ながら、足元は減速が鮮明。メモリーやフラットパネル関連の設備投資も世界的に一服してきたため、製造装置の販売もピークアウト。

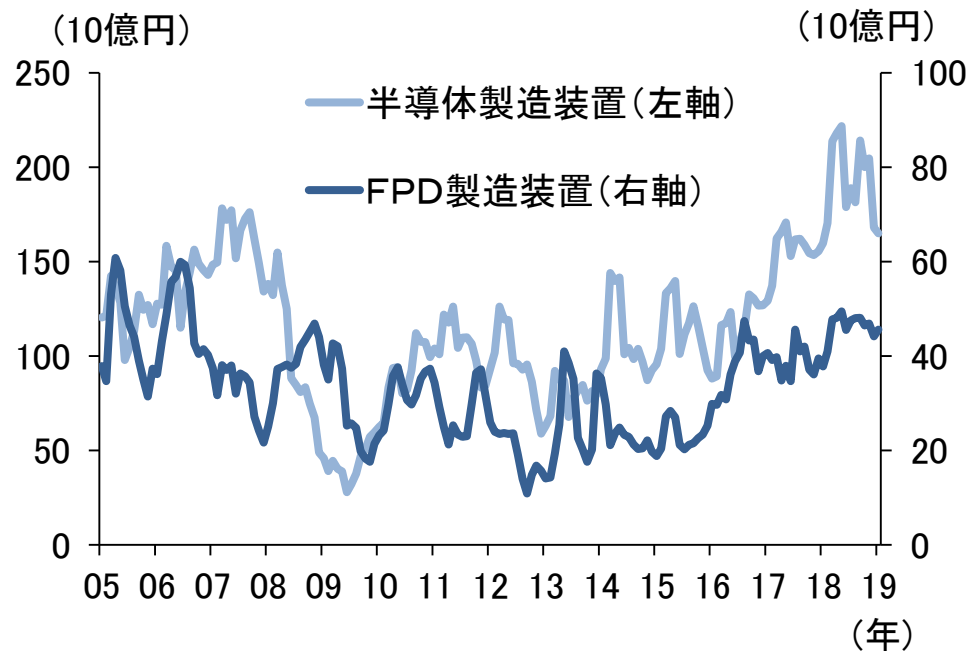
【世界半導体売上高】

(前年比、%)



(資料)CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

【製造装置の販売額(日本製)】



(注) 3か月移動平均

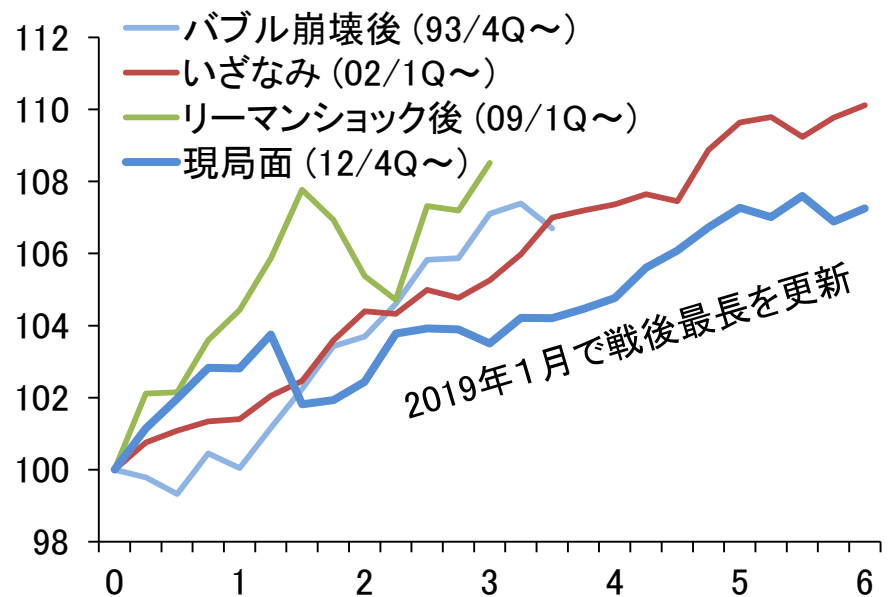
(資料) 日本半導体製造装置協会

今回の景気拡張は緩やかだが期間は長い

- 景気拡張期間は、2019年1月で暫定的に戦後最長となっている。ただし、最終的に「戦後最長」と判定されるかどうかは微妙。
- 需給ギャップはプラス圏で推移。これは、人手不足が深刻な問題になっていることと整合的。

【 実質GDPの局面比較 】

(景気の谷 = 100)



(資料) 内閣府

(谷からの年数)

【 需給ギャップ 】

(%)



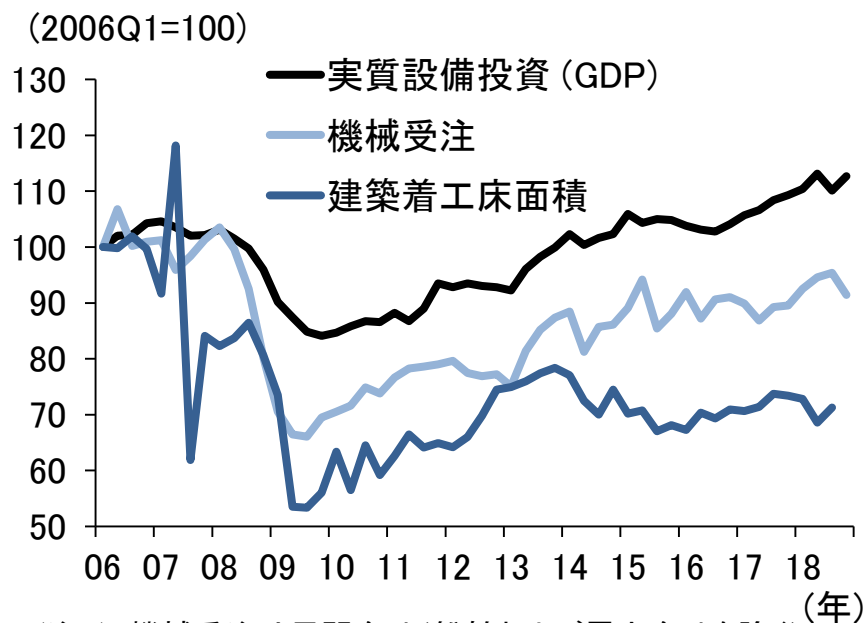
(資料) 日銀

(年)

設備投資はこれまでのところ堅調であり、計画も旺盛

- GDP統計の実質設備投資をはじめ、設備投資関連指標は概ね良好。日銀短観によれば、2018年度の設備投資計画は、リーマンショック前のブーム期に匹敵する高い伸び。
- 好調の背景は、①高水準の収益、②人手不足対応、③総じて良好な内外経済(ただし、この点には下方リスクも)。

【設備投資関連指標】

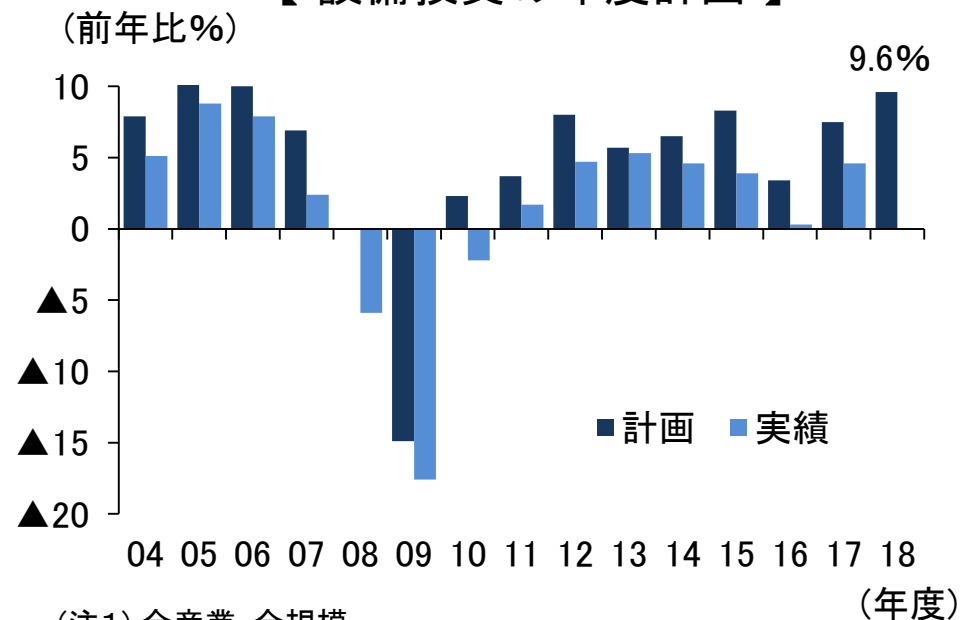


(注1) 機械受注は民間向け(船舶および電力向けを除く)、直近値は10~11月

(注2) 建築着工床面積は非住宅向け

(資料) 内閣府、国土交通省

【設備投資の年度計画】



(注1) 全産業・全規模

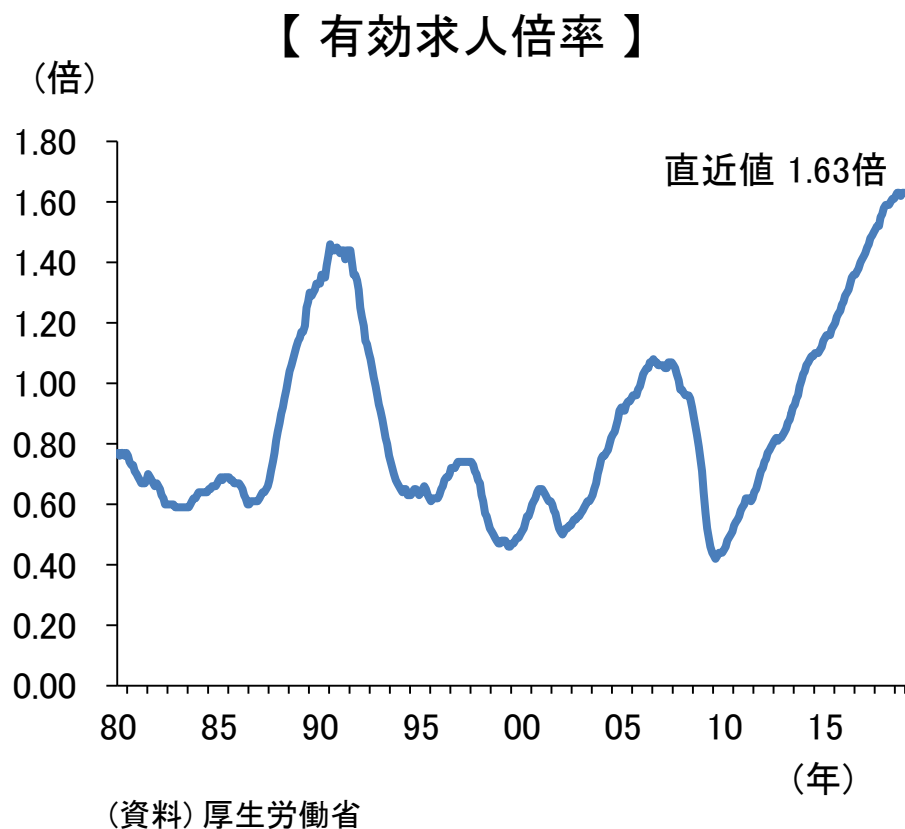
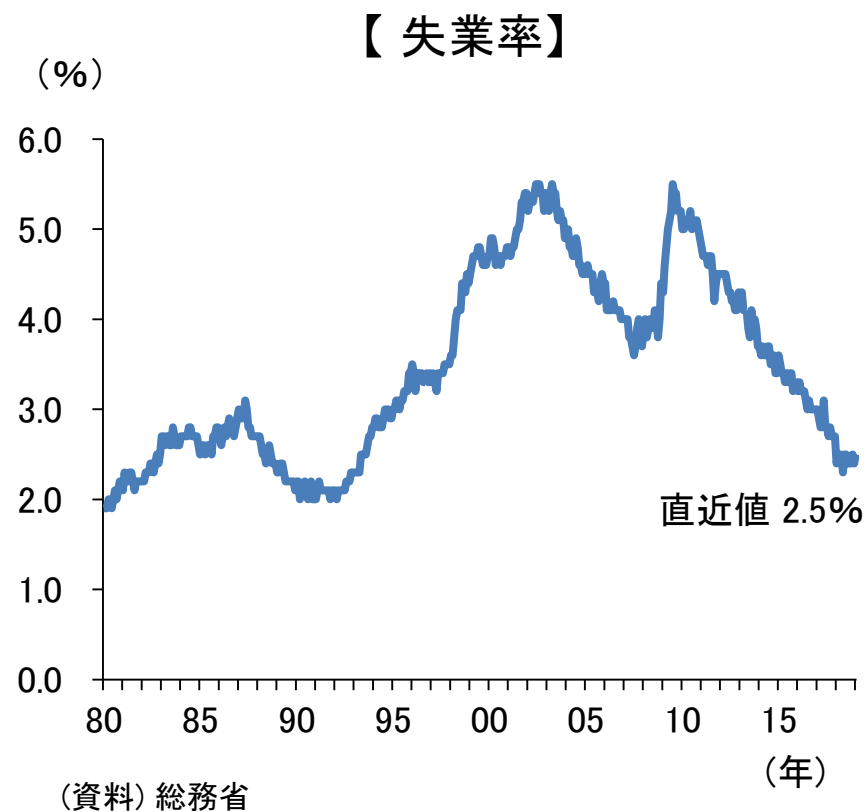
(注2) 計画は12月短観

(注3) 土地を除きソフトウェアを含む(2017年度以降は研究開発費も含む)

(資料) 日銀

労働市場では記録的な労働力不足が継続

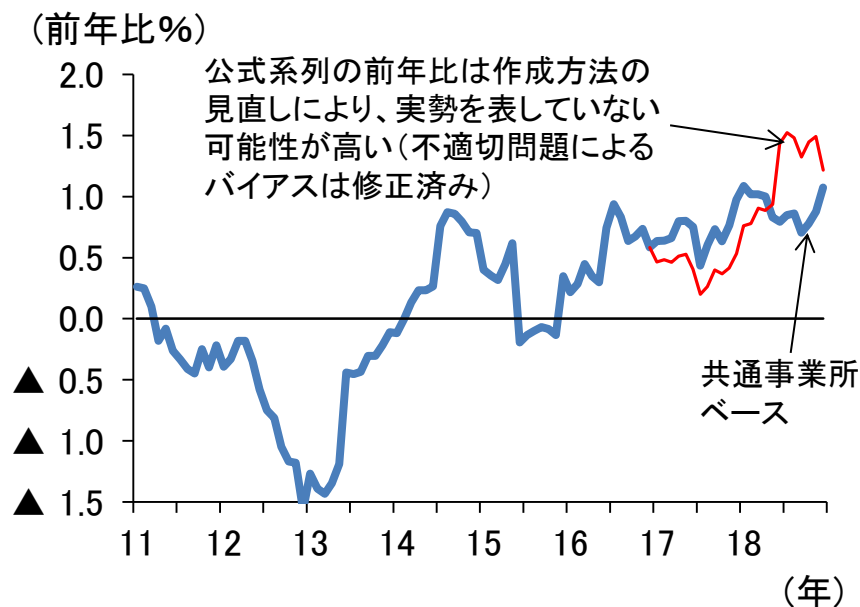
- 失業率は26年ぶりの低水準、有効求人倍率は45年ぶりの高水準。
- 人手不足は、短期的には経済成長の制約要因。中長期的には、人手不足への対応が生産性の向上ひいては潜在成長率の上昇につながる可能性もあるが、そこは不確実。



賃金の伸びはプラス圏で安定しており、家計所得は90年代以来の高い伸び

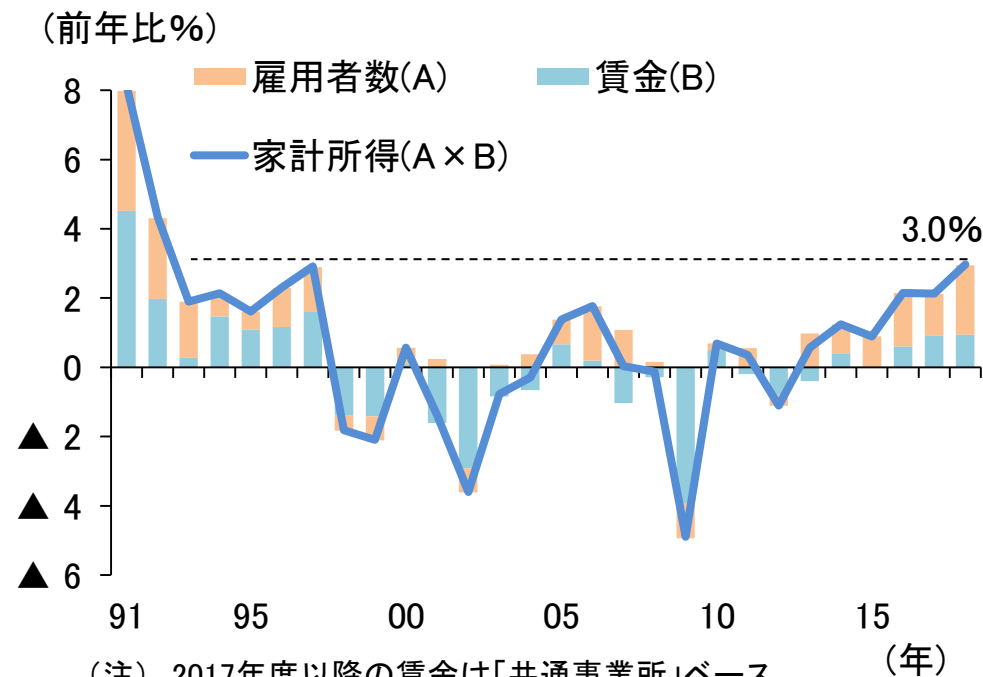
- 賃金上昇率は一人当たりの平均であるため、高齢者や女性の労働参加が急増したことにより低下圧力がかかっている。それでもここ数年は安定的なプラス圏で推移。
- 一方、高齢者や女性を中心に雇用者数は大きく増加しているため、「雇用者数×賃金」でみた2018年の家計所得は3%と高い伸び。

【名目賃金】



(注1) 2017年以降は「共通事業所」ベース
 (注2) 6か月移動平均
 (資料) 厚生労働省、一部筆者推計

【家計所得】



(注) 2017年度以降の賃金は「共通事業所」ベース
 (資料) 総務省、厚生労働省、一部筆者推計

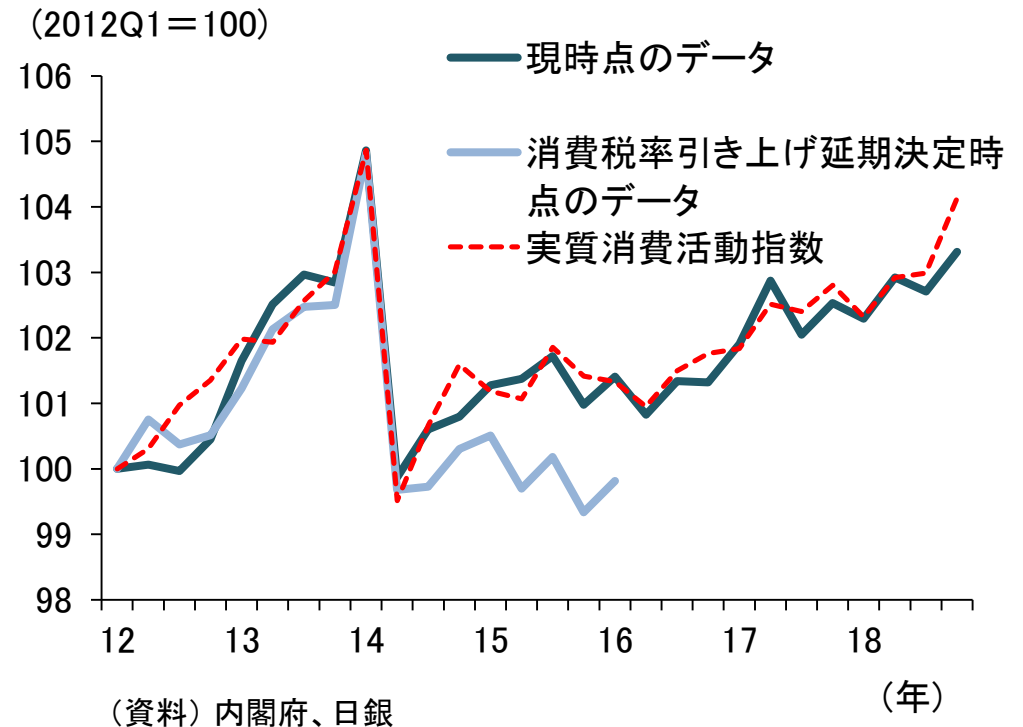
個人消費は底堅いが、今一つ勢いに欠ける

- 2014年の消費税率引き上げは、その悪影響が悪く言われ過ぎている。それ以前に趨勢よりも強かった個人消費が、元の水準に戻っただけ。当初のデータにも問題があった。
- 一方で、将来への備え、ネット売買の浸透、所有意欲の希薄化、などが消費の構造的な抑制要因として働いている可能性はある。

【 実質個人消費（GDPベース） 】



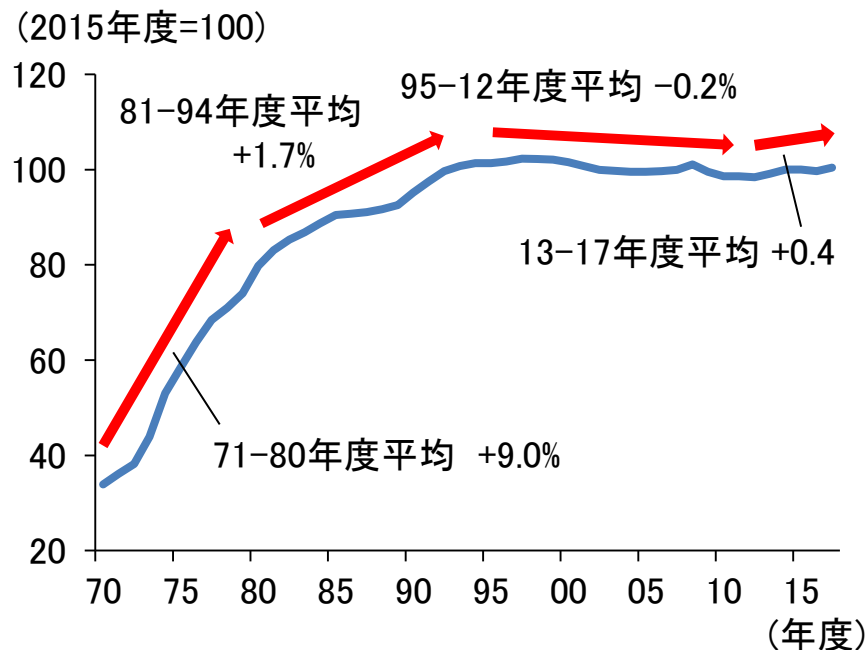
【 実質個人消費（GDPベース）のデータ改定 】



物価の「ゼロインフレ」基調はアベノミクスでもほとんど変わらず

- 日本では90年代中盤から物価の水準自体が安定。物価はほとんど上がりも下がりもしない、という感覚が日本に定着（「デフレ」と呼ぶほど価格が下がったわけでもないのだが…）。
- 消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）が一瞬でも1%に達したのは、95年以降で2回だけ。1回目は世界的な食糧価格急騰、2回目は5割の円安が背景。

【消費者物価の長期トレンド】



(注) 生鮮食品および消費税の影響を除く
 (資料) 総務省

【95年以降の消費者物価(前年比)】



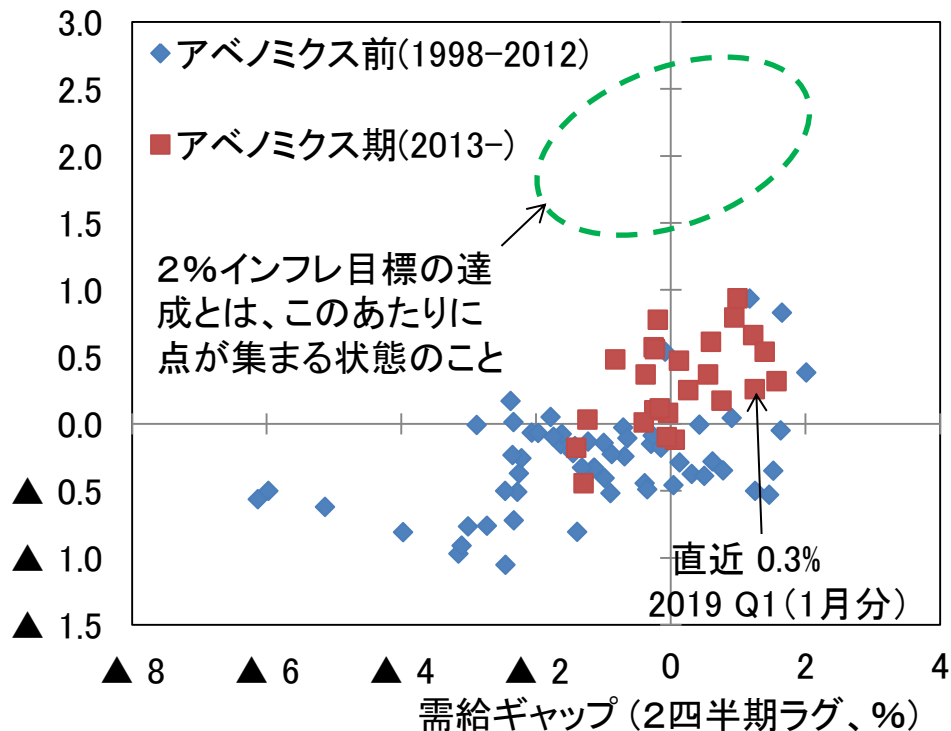
(注) 消費税の影響を除く。2019年Q1は1月。
 (資料) 総務省

日銀の大胆な緩和の下でも物価に関する「レジームチェンジ」は起きなかった

- 景気が良くなった(需給ギャップがプラスになった)ことに伴い物価もいくらかは上昇しているが、需給ギャップと物価の関係自体は、以前とほとんど変わっていない。

【 為替要因調整後のフィリップス曲線 】

消費者物価(生鮮食品、エネルギー、為替要因を除く)



(注) 為替要因は以下の回帰式により算出

$$\text{CPI} = 0.008 + 0.150 \times \text{需給ギャップ} - 0.048 \times \text{為替相場}$$

(5.5) (8.4)

R^2 (自由度調整済み)=0.65

ただし、需給ギャップは2四半期ラグ、
為替相場は円の名目実効レートの前年比(3-8四半期ラグ)

(資料)総務省、日銀、BISのデータから筆者算出

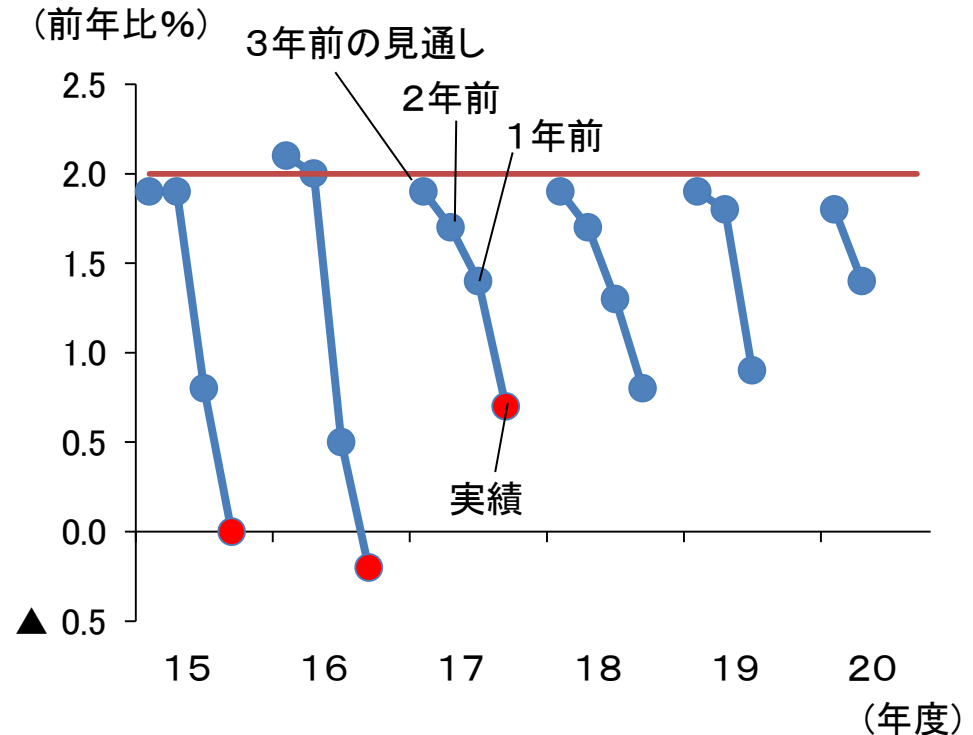
日銀の物価見通しには強い楽観バイアスがあり、ほぼ間違いなく下方修正される

【消費者物価上昇率の見通し(%)】

	2018年度	2019年度	2020年度
政府	1.0	0.6	-
日銀	0.8	0.9	1.4
みずほ総研	0.8	0.6	-
エコノミスト平均	0.8	0.6	0.7

楽観バイアス

【日銀の物価見通しの修正状況】



- ・政府見通しは2018年12月、日銀は展望レポート(2019年1月号)。
- ・エコノミスト平均は「ESPフォーキャスト」(2月調査結果)。39人の平均。
- ・みずほ総研は12月時点の見通し。
- ・消費者物価は消費税、生鮮食品を除く。ただし、政府見通しは生鮮食品も含む。日銀、エコノミスト平均の2019年度以降は幼児教育無償化の影響を除く。

(注) 日銀展望レポートの各年4月号の見通し。
ただし、2018年度以降の直近値は2019年1月号の見通し。

なぜ2%にならないのか？

(金融緩和が足りないから、というかつての仮説は消えた！)

仮説1: **デフレマインド**が根強い(黒田説)

→粘り強く緩和を続けなければいずれ2%は実現

仮説2: **成長期待**が弱い(白川説)

→構造改革・成長戦略が不可欠

仮説3: 消費税率引き上げなど**財政政策**に問題がある(岩田説)

→究極の処方箋はヘリマネ、シムズ理論

仮説4: ゼロインフレの**強い慣性**、それ以上の理由は不明(門間説)

→処方箋なし。「物価の安定」は達成されており、2%にしなくてよい。

仮説5: 実質金利が十分下がらないことによる**デフレトラップ**(NKT)

→処方箋なし。絶対に日本のようになってはいけない！

そうまでして、なぜ2%インフレを目指すのか？

日銀の説明 （例えば2018年8月2日の雨宮副総裁の講演）

1. 物価指数に上方**バイアス**がある
2. ある程度「**のりしろ**」が必要（平時のインフレについては金利をある程度高くすべし）
3. 他の先進国と同じ2%目標を採用することで、長期的には**円高が回避**できる

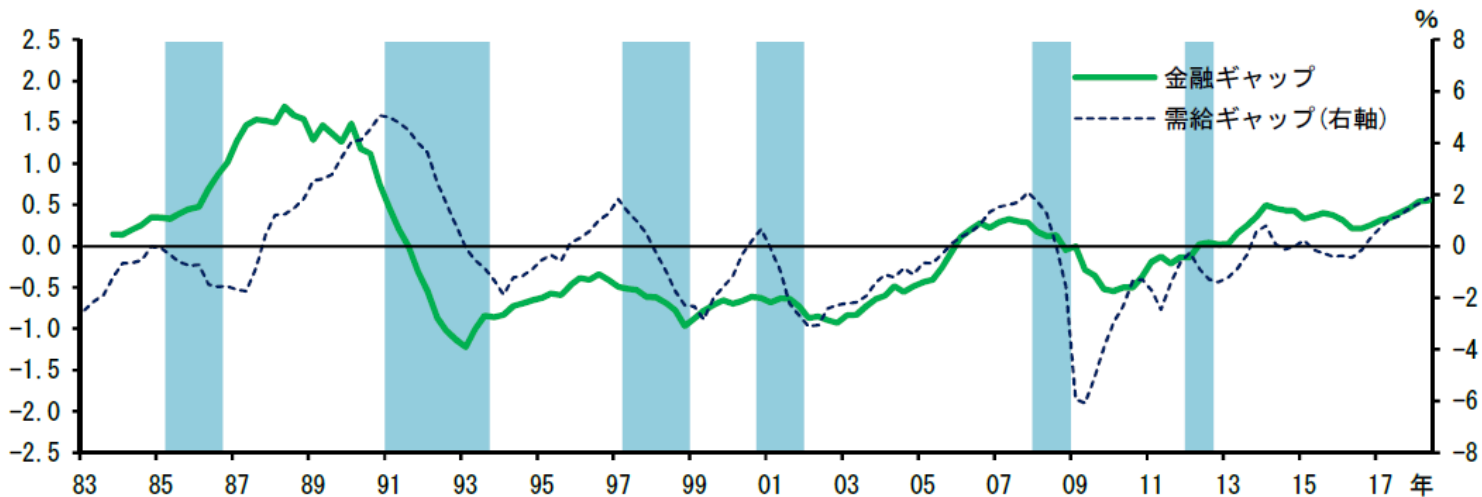
本当か？

- 「1」は90年代には問題とされたが、今は大きな論点ではなくなっている。
- 「3」は、理論家でこれを言う人はいない。インフレが低い分だけ円高になっても実質為替相場は一定なので、国際競争力は低下しない。ただし、海外収益の円換算額は円安の方が増えるため、**産業界や株価への配慮**という点では一理あり。一方、実際に2%インフレにならないのに強力な金融緩和で円安水準を維持した場合、**将来の円高リスク**をため込むことになる。
- 「2」は世界の多くの**経済学者や中央銀行の共通認識**。「のりしろ」によって景気後退を軽度抑えることができれば、長期平均的な経済成長率を上げられるという考え方。ただし、これも程度問題ではないか？ 景気対策は金利政策に限られないのではないか？

金融政策に関する日銀の公式見解(18年12月26日黒田総裁講演から引用)

- (景気や労働需給の割に物価が弱く、2%目標の実現に時間を要するという) やや複雑な局面において必要なことは、金融緩和の**効果と副作用**、**ベネフィットとコスト**をバランスよく考慮しながら、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことです。まさに、**政策の持久力**が大事になっています。
- 日本銀行は、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあると認識しています。**現時点**では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、こうした**リスクは大きくない**と判断していますが、**政策の持久力**を維持する観点からも、**先行きの動向を注視**していく必要があると考えています。

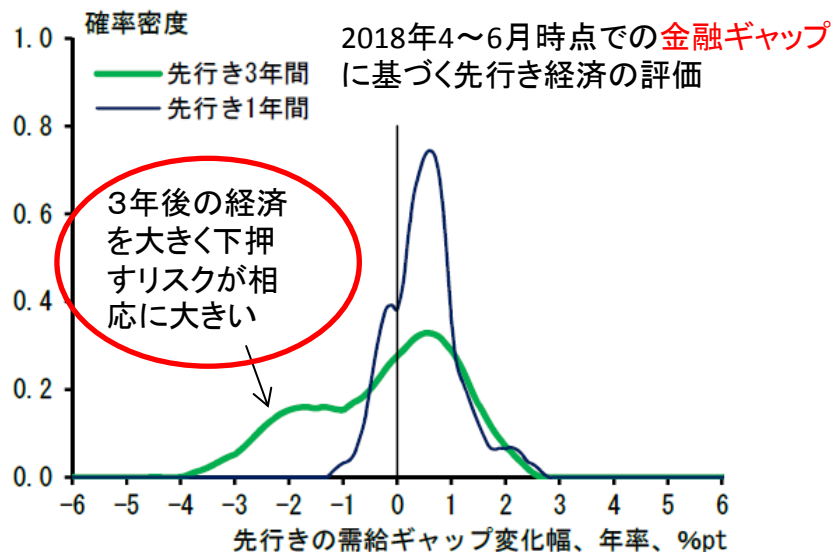
日銀の金融システムレポート(2018年10月号)に画期的な分析が！



(注) 直近は2018年4~6月。シャドーは景気後退局面を表す。

「金融ギャップ」とは…

14種類の金融活動指標（総与信・GDP比率、株価など）のトレンドからの乖離率を加重平均したものの。金融循環の過熱・冷え込みの度合いを一つの指標で総合的に表す。



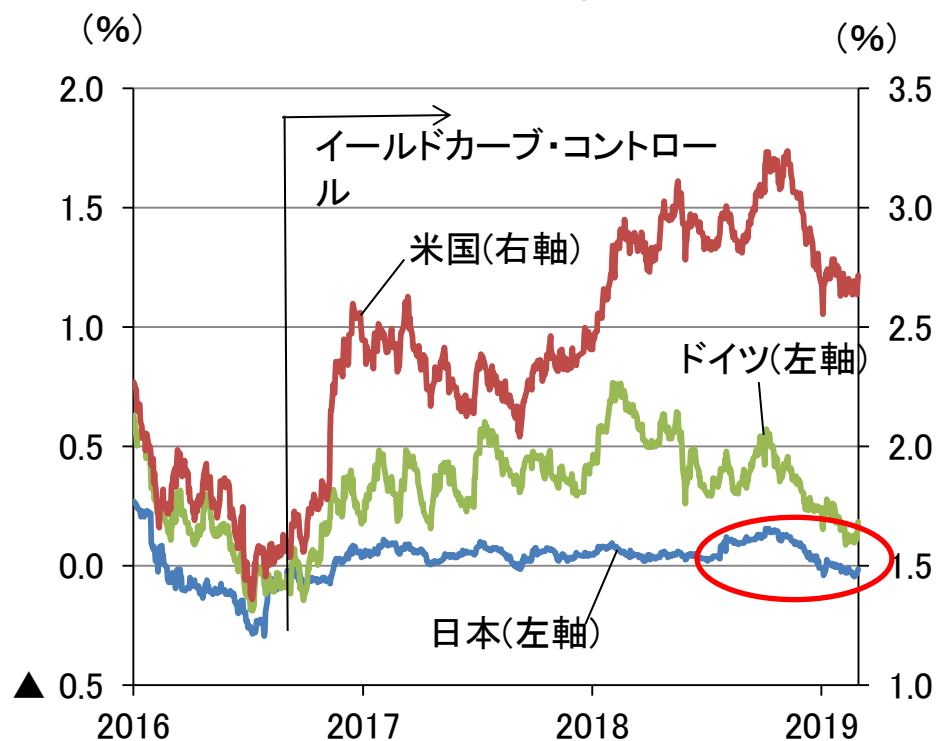
- 左図は、「GDP at Risk」という手法で、現在の金融ギャップが先行きの実体経済(需給ギャップ)に及ぼす確率分布を計測したもの。
- 直近(2018年4~6月)の金融環境は、目先1年程度の経済にはプラスに作用するが、バランスシート調整圧力がたまることなどから、3年後の経済に関するリスクは下方が厚くなっている。

(資料) 日銀「金融システムレポート」(2018年10月)から転載

追加緩和策として、金利の引き下げや国債買入れ増額の可能性は乏しい

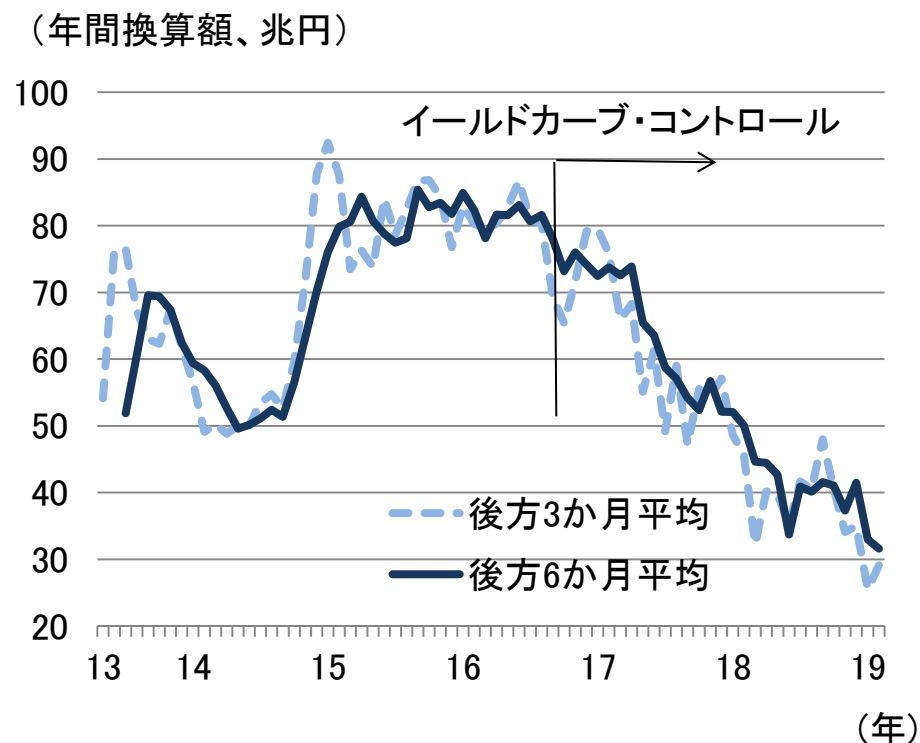
- 10年金利は建前としては-0.2%程度まで下げられることになっているが、総括検証前の水準は日銀としても回避したい。マイナス金利による日銀貸出も金融機関は歓迎しない。
- 国債買入れ増額も、過度な金利低下を避ける観点から、困難。むしろ減額の方角。

【主要国の10年国債利回り】



(資料) Bloomberg

【日銀による長期国債のネット買入れ額】



(資料) 日本銀行

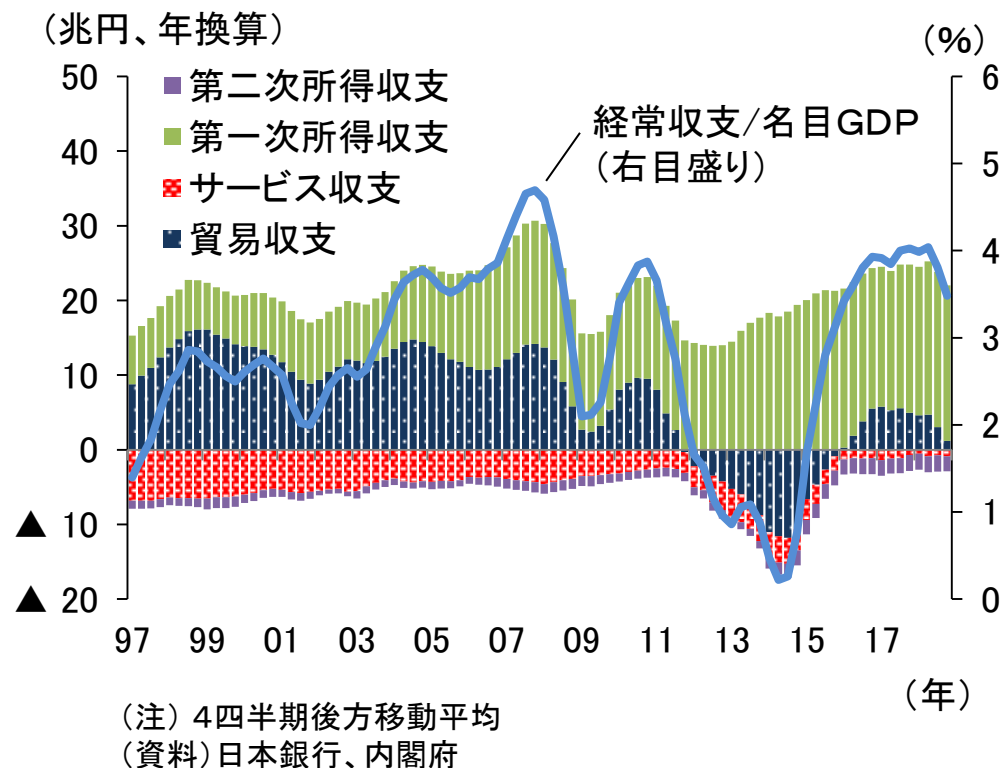
円は既に割安な水準にある可能性が高い→米国経済減速・リスクオフは円高リスク

- 円の実質実効レートは過去20年平均より2割以上の円安。ビッグマック平価は70円/ドル。
- G20の声明より:「我々はまた、為替レートの**過度な変動や無秩序な動き**が、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得ることを認識する。我々は、通貨の競争的切下げを回避し、競争力のために為替レートを目標としない。」→現水準から円高になっても介入は困難。

【 実質実効為替レート 】



【 日本の経常収支 】



日銀が取りうる手：現在の金融緩和が持つ強力性・柔軟性を活用・強調

➤ ETF買入れ

- 「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。」
⇒ 日銀プットを最大限に活用（既にやっている）

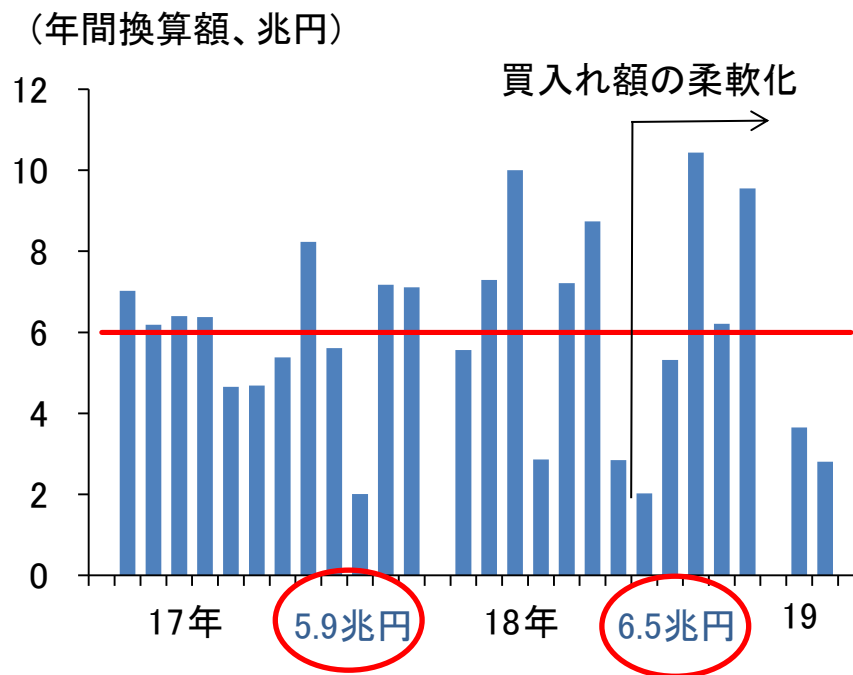
➤ フォワードガイダンス

- 「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。」
⇒ 不確実性が高まれば時間軸が延びることをプレイアアップ。物価下落のリスクなどと紐づければ「緩和の強化」と言うことさえ可能。

➤ 財政政策と金融緩和の相乗作用

- 黒田総裁は、2016年7月の記者会見でヘリコプターマネーについて問われた際、財政政策と金融政策の一体運営は否定。しかし一方で、金融緩和のもとで財政拡大がなされれば、相乗効果によって景気刺激効果がより強力なものになる、というポリシー・ミックス論に言及。
⇒ 今後も政府の景気対策が打ち出されれば金融緩和との相乗効果を強調。

【日銀によるETF買入れ】



(資料) 日銀

今年はFRBなどが金融政策の枠組みのレビューを行う

FRB(米国)

- 金融政策の戦略、手段、情報発信 (strategies, tools, and communication practices) に関するレビューを本年中に行う。結果は2020年前半に公表。
- シカゴ連銀のリサーチ・コンファレンス(2019年6月4-5日)等で外部有識者の意見も聞く。
- 中立金利が低下している状況を踏まえ、**2%インフレをいかに確実に維持するか、そのための金融緩和手段は十分か、**がメインテーマ。

BOC(カナダ)

- もともと、インフレ目標など金融政策の枠組みを、5年に1度レビューする仕組みになっている。
- 次回のレビューは2021年の予定であったが、これを2019年に前倒しする。
- レビューに当たっては、中立金利の低下が、①十分な金融緩和の障害になる可能性、②過度なリスクテイクを招く可能性、などについて検討する。

日銀：景気・物価下振れリスクが薄れ次第、極端な緩和の修正を検討か

景気下振れリスクへの対応

- ・ まともな追加緩和はない(確実に効果が副作用を上回ると言える手段は残されていない)。
- ・ できるのは、コミュニケーションにより緩和を大きく見せること

正常化へ向けた政策修正 : ただし、景気下振れリスク・円高リスクが薄れてから

修正の内容: イールドカーブの引き上げ、マイナス金利の解除、ETF買入の縮小・停止

(ケース1) 物価がそれなりに上昇する場合(エネルギーを除いて1%)

⇒ 2%目標に近づくメカニズムが働いていることを強調しながら政策修正へ

(ケース2) 物価が上がらず、物価見通しの下方修正を繰り返さざるを得ない場合

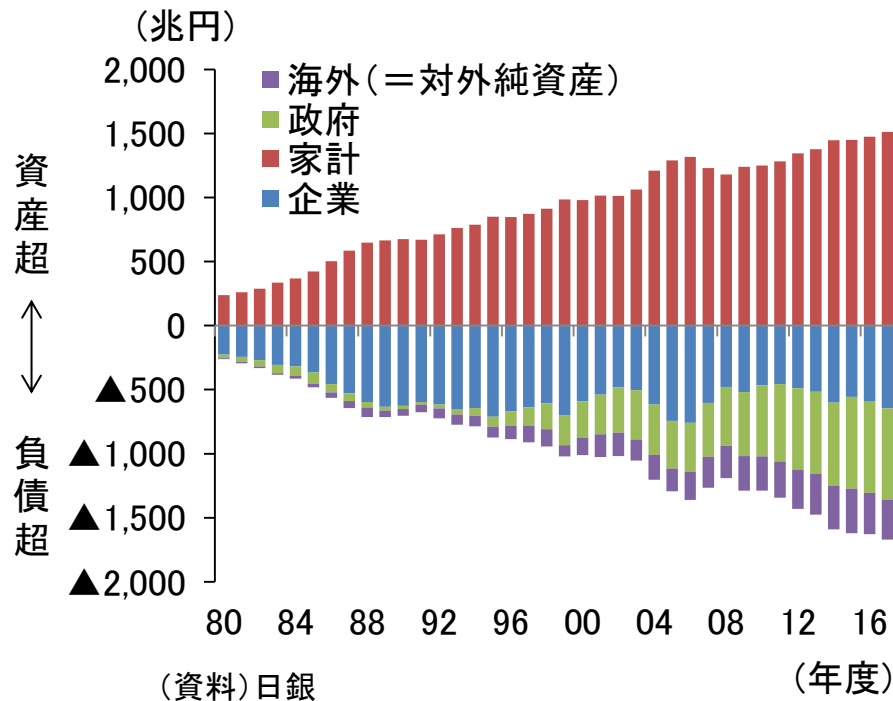
⇒ 2%の実現には**想定以上に時間を要する**と総括のうえ、副作用を最小化しつつ2%を着実に実現するには**政策の持久力**のさらなる強化が必要、として政策修正へ

- ・ 2%目標自体を放棄(あるいは変更)する「敗北宣言」の可能性は低い
- ・ 副作用だけを理由にした「追い込まれ」修正も可能性は低い

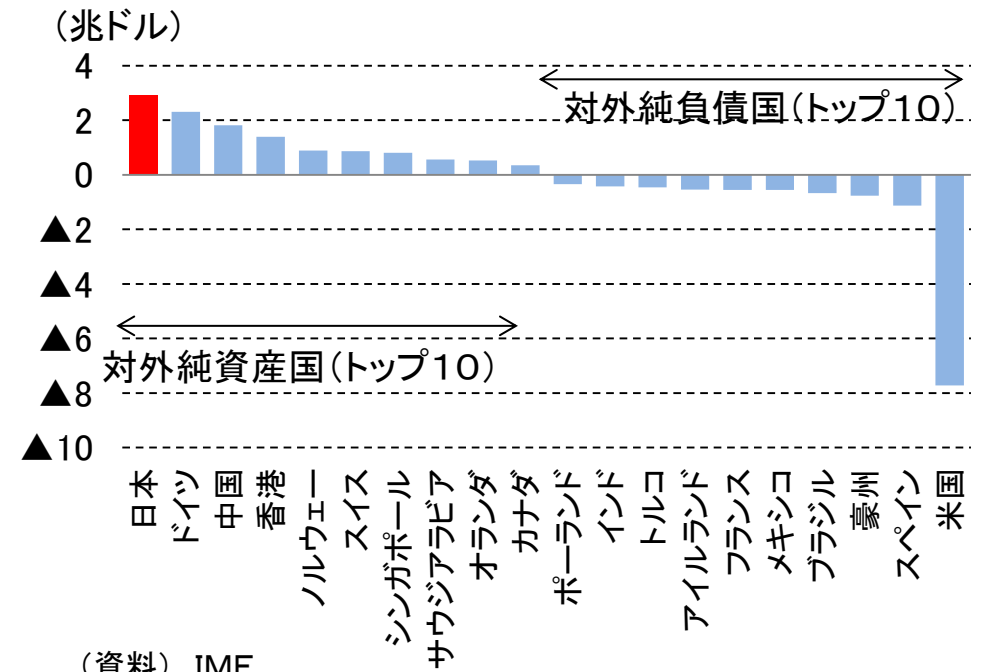
日本の貯蓄・投資バランス全体を見れば、財政の持続性は差し迫った問題ではない

- 国内民間部門(家計+企業)の資金余剰が政府債務を上回っている。その結果、日本は世界一の対外純資産国。
- 問題は持続性。高齢化の進行により、政府の支出が増える一方で民間貯蓄は取り崩されていく可能性。ただし、そのタイミングやスピードはよくわからない。

【部門別金融資産・負債差額】



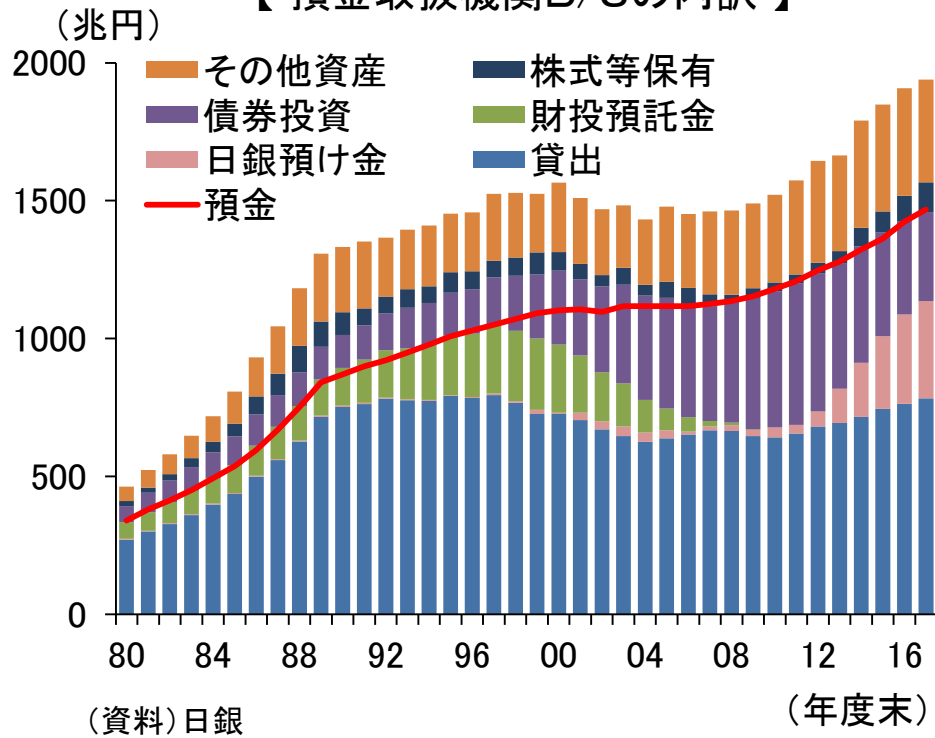
【対外純資産の国際比較(2017年末)】



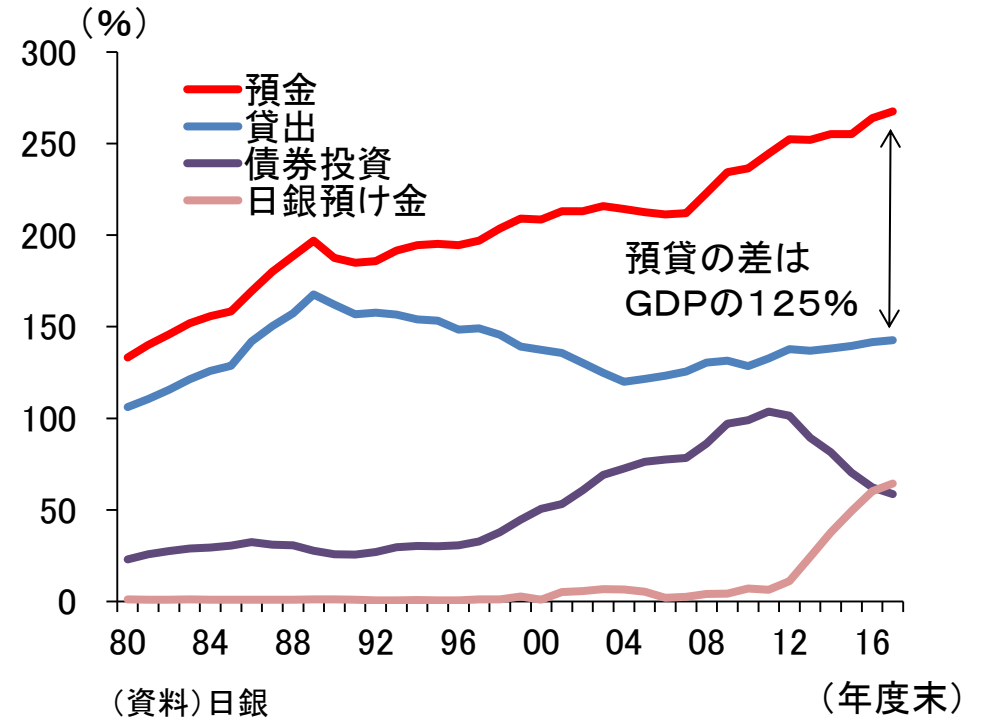
銀行セクターの余剰資金を考えると、日銀の国債買入れがなくても金利は上がりにくい

- 貸出自体は2000年代半ばから緩やかな持ち直し傾向が続いているが、預金の増加ペースには追いつかない。
- 日銀の異次元緩和のもとで債券投資が大幅減少に転じている。この5年間は、債券投資が日銀預け金に振り替わっただけ。

【 預金取扱機関B/Sの内訳 】



【 左記主要項目の対名目GDP比率 】



BISの見解：金融政策において物価のウェイトを下げ金融安定のウェイトを上げるべき

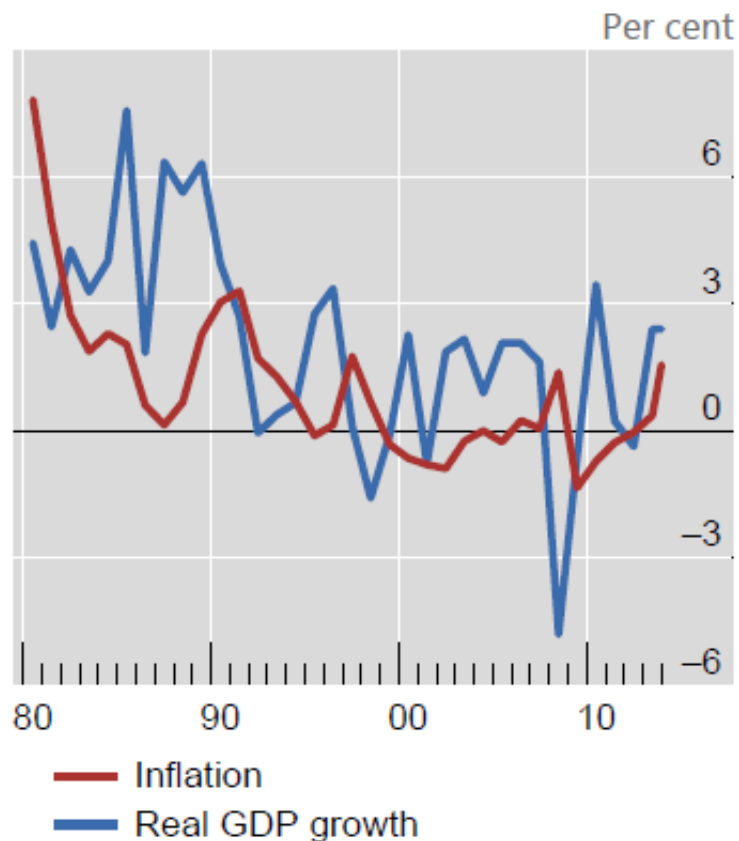
1. 「**中立金利**」は金融政策の有効な指針にならない。
 - ①推計が難しい(そもそもトトロジカル)、②金融安定の視点が入っていない、というのがその主な理由。
 - 近年の中立金利の低下は、低成長・低インフレなどの実体要因によって直接的にもたらされているわけではなく、あくまで金融政策を経由してもたらされている。
2. **インフレ**はリアルな要因から継続的に影響を受ける(長期でもマネタリーな現象と言えない)。
 - 近年、グローバル化や技術革新によるインフレ抑制圧力がかかり続けている
3. 金融政策は**長期的**にも実体経済に対して**中立的でない**。
 - バブルを引き起こせば履歴効果として長期の低成長をもたらす(ちなみに、高成長方向の履歴効果を主張するのがいわゆる「高圧経済」論)。
4. **デフレ**は常に害悪だ、という証拠はない。
 - BIS自身の実証分析(1870～2013年、38か国)では、資産デフレは実体経済に悪影響を及ぼすが、一般物価の緩やかなデフレと経済成長の間に関係は見られない。

(資料) Borio氏の講演(2015年11月、2017年9月)、BIS四半期報2015年3月号掲載論文「The costs of deflations: a historical perspective」等

生産年齢人口一人当たりの実質GDPで見れば日本の20年は失われていない！

日本のインフレと成長

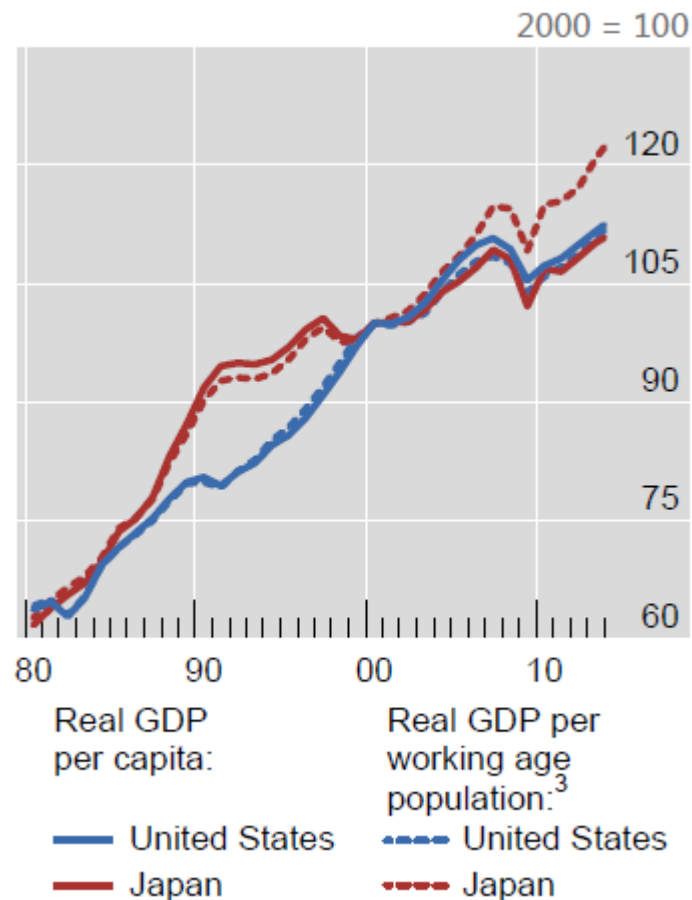
Inflation and real growth



「The costs of deflations: a historical perspective」BIS四半期報
2015年3月号より転載

人口要因を調整した実質GDP: 日米比較

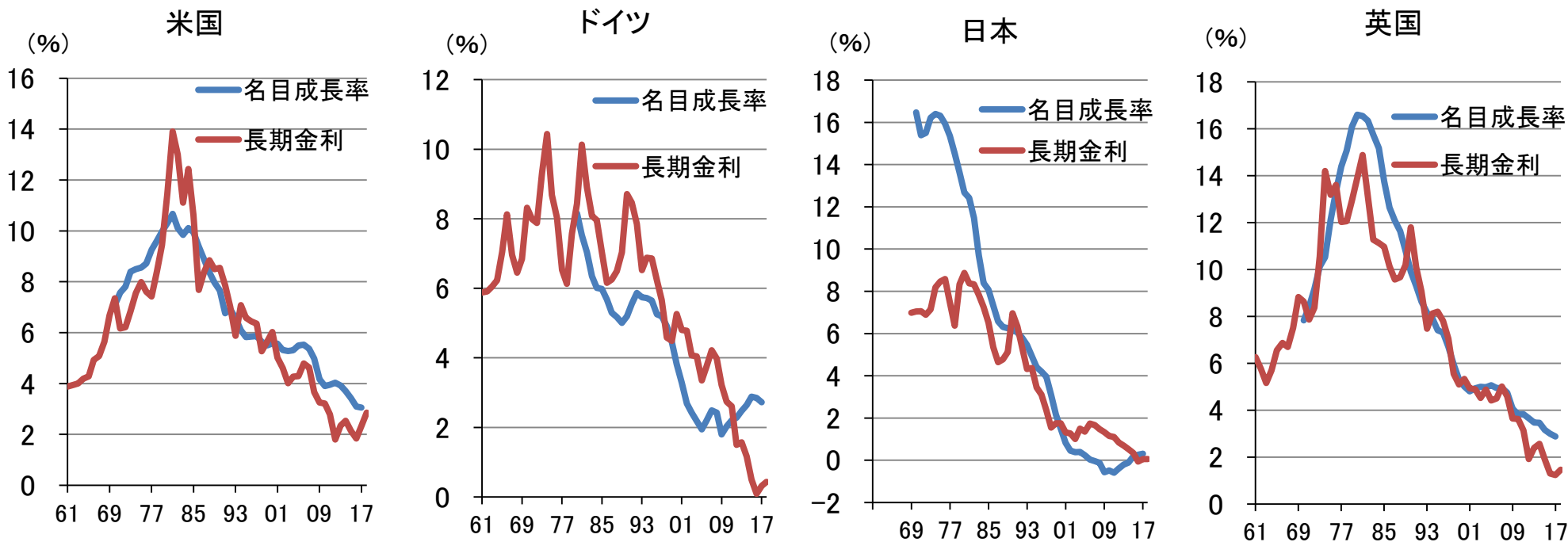
Relative economic performance



先進国では、名目成長率が低下傾向にあるうえ、長期金利はそれを下回る傾向

- 国債など安全資産の利回りに対しては、低成長・低インフレだけでなく、①中央銀行による大量国債買入れ、②資産蓄積による運用ニーズの増大、③高齢化に伴うリスク回避度の低下、④金融監督・規制面からの要請、なども押し下げ要因となっているとみられる。
- 今後、(a)財政再建路線の転換、(b)金融政策の哲学の変更、のいずれか(とくに(b))がない限り、日本の金利は永遠に上がらないかもしれない。

【名目GDP成長率と長期金利(10年国債)】



(注)名目成長率は後方10年移動平均

(資料)OECD、セントルイス連銀

ご清聴ありがとうございました！

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。