

アベノミクス、異次元金融緩和と 日本経済の行方

2013年11月20日
富士通総研 経済研究所
エグゼクティブ・フェロー
早川 英男

I . リスクと不確実性の捉え方

(リスクと不確実性の思想史)	.....	2～3
(金融危機、大震災後の反省)	.....	4～5
(本フォーラムでの報告)	.....	6～7

II . アベノミクス、異次元金融緩和と日本経済の行方

(アベノミクスと日本経済の現状)	.....	8～19
(若干の評価と当面の見通し)	.....	20～25
(先行きのリスクと課題)	.....	26～34
(企業と政府に求められる対応)	.....	35～36

■ 近代確率論の創始者：パスカル(Blaise Pascal)

- ・友人の依頼による賭け(gamble)の考察から確率論を創始
- ・アリストテレス(実践の不確実性)→スコラ・デカルト(神の存在証明)→パスカルの「賭け」(『パンセ』: 理性によって神の存在は確定できない、不確実性を強調)

■ 近代確率論の完成者：ラプラス(Pierre-Simon Laplace)

- ・『確率の解析的理論』(1812年)
- ・ラプラスの悪魔: 初期時点で世界のあらゆる原子の位置と運動量を知ることができれば、ニュートン力学により未来は完全に予見できる！つまり、不確実性とは知識の不足に過ぎず、本質的な不確実性は存在しない(→ハイゼンベルグの不確定性原理により否定)

■ その後、ルベーグの測度論、コルモゴロフによる確率の公理化を経て、現代の確率論へ

- ・日本人では伊藤清氏の業績が有名(Ito's lemmaは、後述のBlack-Scholes式などの確率微分方程式の解法を扱い、現代ファイナンス理論の基礎となる)

■ ナイト(Frank Knight)によるリスクと不確実性の峻別

- ・“Risk, Uncertainty and Profit”(1921年)において、①確率が与えられるリスクと②確率を考えることさえできない不確実性を峻別。不確実性に立ち向かうことが(利子と峻別される)利潤の源泉と考えた。
- ・ケインズ(J. M. Keynes)も、「雇用の一般理論」(1937年)において、「古典派」が上記の意味でリスクだけしか考えていなかったとして批判。

■ しかし、その後の経済学では本来の不確実性は忘れられ、リスクのみを精緻に数学化したモデルが主流の座を占めて行く。

- ・Neuman-Morgensternによる期待効用理論(「 \sum 確率 \times 効用の大きさ」で行動が決まる)→Savageによる主観的確率の公理化
- ・ファイナンス理論の発展(Tobin、Markowitzらによるポートフォリオ理論→資本市場理論:CAPM→Black-Scholesによるデリヴァティブズのプライシングetc)

■ さらに冷戦後、ファイナンスの世界に軍事分野から技術者が流入、高度な金融工学を駆使した証券化商品(サブプライムを含む)が大量に組成され、世界的なバブルへと繋がって行った！

- 2007～08年の世界金融危機(Transatlantic Financial Crisis)の発生(加えて、日本では一昨年の東日本大震災と原発事故)によりリスクや不確実性を巡る反省が深まった。Knightian Uncertainty、Black Swan、Tail Risk といった言葉が流行語となる。

1. ナイトの不確実性(Knightian Uncertainty)

・リスクと不確実性の大きな違いは、保険が掛けられるか否かにある。金融危機の結果、**insurableなリスクのみを扱った経済・ファイナンス理論が、「不確実性を飼い慣らした」と誤解していた**ことが明らかになり、ナイトの不確実性が再び注目された(大恐慌後のケインズと同じ)。

2. ブラック・スワン(Black Swan)

・**ブラック・スワンとは、①予測できず、②非常に強いインパクトを与えるが、③一度起こってしまうと、以前から分かっていた気になる(不確実性→リスク)もの。**

デリヴァティブズ・トレーダーでもあったNassim Talebが金融危機前に预言したため注目されたが、実は大震災や原発事故にこそ当て嵌まるのではないか(震災や原発事故は「想定外」だったが、一旦おこってしまえば「当然管理すべきリスクだった」と考えられる)。

3. Tail Risk

- ・発生確率は極めて小さいが、実際に発生するとその影響が甚大なリスク。一応確率が考えられるのでリスクではあるが、ブラック・スワンの例が示すように、リスクと不確実性の境界線は実は微妙。

- ・**tail risk**については、**idiosyncratic risk**と**systematic risk**を区別することが重要。
idiosyncratic risk: 火災や交通事故は、個人にとってはtail riskだがinsurable。
systematic risk: 信用バブルや大地震は、確率は考えられても、完全な保険は不可能。保険が掛けられなくても、人はtail riskの存在を無視しがち(「バブルは簡単には崩壊しない」、耐震強度に欠ける家に住み続ける etc.)。

さらに、あるリスクの実現が他の危険を引き起こす場合は**systemic risk**となる(金融危機: ある銀行の破綻が他の銀行破綻の引き金となる etc.)。

- ・**systematicなtail risk + エージェンシー問題 ⇒ moral hazard**

他人の資金を運用するポートフォリオ・マネージャーにとっては、小さい確率でしか崩壊しないバブルは無視する方が合理的。

バブルを意識 ⇒ 他人に比べ収益が低いため、簡単にクビになる。

バブルを無視 ⇒ バブルが続けば多額のボーナス、バブル崩壊でも職を失うだけ。

→ 金融危機の原因の一つは、ここにあったと考えられているが、実はこうしたmoral hazardはかなり普遍的(日本国債を巡るtail riskについては後述)。

1. 早川報告: アベノミクス、異次元金融緩和と日本経済の行方

・現在の日本経済は、アベノミクスの下で順調な景気回復軌道を辿っているように見える。しかし、本報告では、世界経済は先進国・新興国を問わず数多くのリスクを抱えているほか、日本自身は巨額の財政赤字の積み上がりというtail riskに直面していることを指摘し、こうした中で企業・政府に求められる対応を考える。

2. 中谷報告: 企業の将来価値を高める“機を見るに敏”な資質

・セレンディピティーという表現がある。「思い掛けず幸運をつかみ取る力」のことだが、逆に言えば、我々が普段多くのチャンス(機)を見逃していることを示唆している。本報告では、どのように隠れた「機」を捉えるか、それに対していかに「敏」に動くか、これを支える組織・企業の資質について考える。

3. 平野報告: “臨機応変さ”で持続的発展を

・何が起きてもおかしくないこの時代、企業は避けることのできない環境変化に直面する。本報告では、BCP(業務継続計画)を主な例に取りながら、危機の際にも復元力の高い(resilientな)組織のあり方を考え、「急激な環境変化にも臨機応変に対応することで、持続的な発展が可能になる」と論ずる。

チャンス(隠れた「機」を活かす)にあっても、
ピンチ(避けられない危機への対応)にあっても、
企業に求められる鍵は一つ、



臨機応変な機動性が持続可能な成長を支える！

■ アベノミクス「3本の矢」

- ① 大胆な金融緩和
- ② 機動的な財政政策
- ③ 民間投資を喚起する成長戦略

→ 毛利元就の教えは「1本、1本の矢は簡単に折れてしまうが、3本を束ねれば簡単には折れない」というもの！

■ このうち、最も注目を集めたのが大胆な金融緩和。3月に日銀総裁に任命された黒田東彦氏は、就任早々4月の金融政策決定会合で「量的・質的金融緩和」、別名「異次元金融緩和」を導入。

- ① 長期国債など、市場からの資産買入れを大幅に増やす（長期国債の買入れ額は毎月7兆円）
- ② これにより、マネタリーベース（＝銀行券＋日銀当座預金の残高）の量（2012年末138兆円）を2年間で2倍程度に増やす
- ③ 以上を通じて、2年程度のうちに消費者物価（CPI）上昇率2%の「インフレ目標」達成を目指す

→ 典型的な非伝統的金融緩和（unconventional monetary easing : UMP）

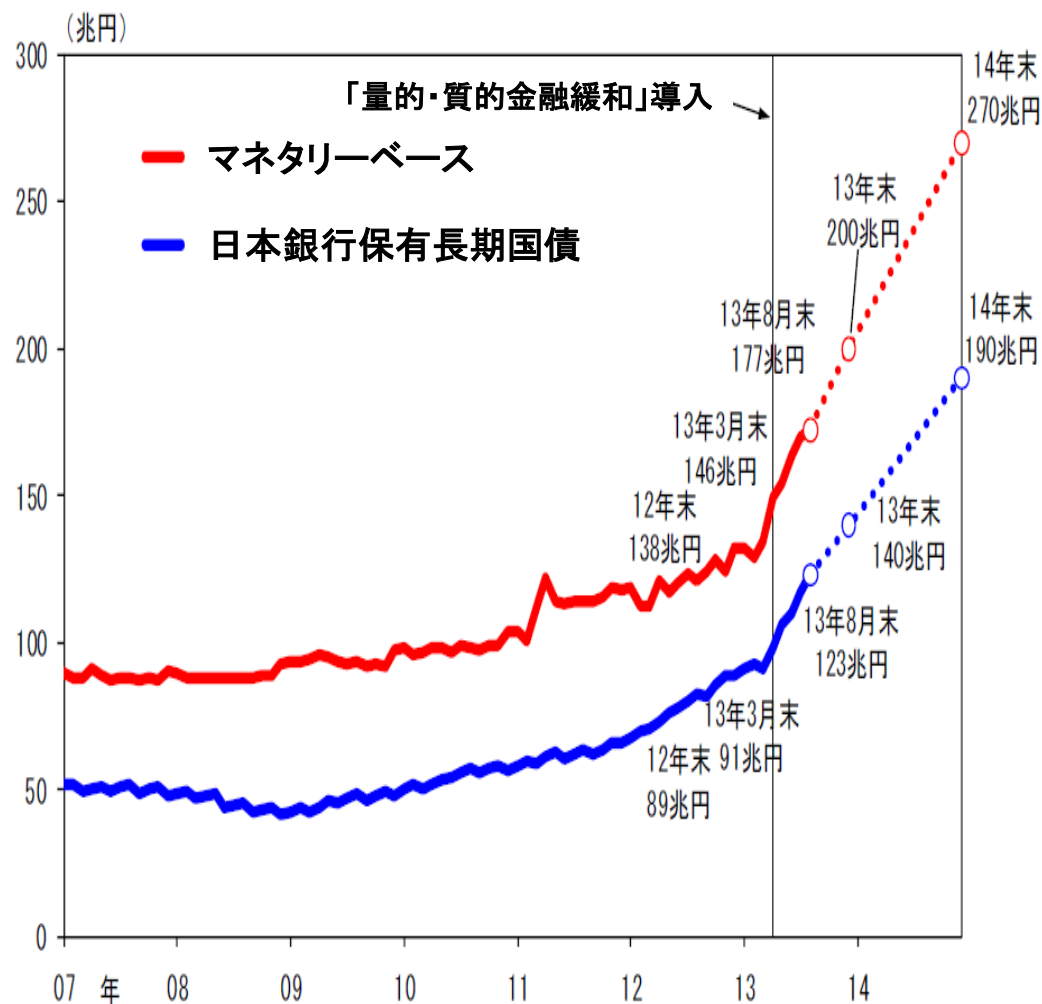
強く明確なコミットメント

- ・ 2%の物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現

量・質ともに次元の違う金融緩和

- ・ マネタリーベース：年間約60～70兆円の増加（2年間で2倍）
- ・ 長期国債の保有残高：年間約50兆円の増加（2年間で2倍以上）
- ・ 長期国債買入れの平均残存期間：7年程度へ（2倍以上）
- ・ E T Fの保有残高：年間約1兆円の増加（2年間で2倍以上）

マネタリーベースと長期国債保有残高の推移



■ 金融市場では、昨年11月の衆院解散頃から金融緩和を先取りして大幅な円安・株高が進行。

→5月下旬からは、過熱相場の反動や米国での金融緩和縮小(tapering)懸念等からいったんは調整局面へ。その後、暫く横這い圏内で推移したが、ごく最近では世界的なリスク・オン(ややバブル気味?)の中で再び円安・株高の動き。

→長期金利は急低下の後、一時大幅に上昇。インフレ期待を一定に保ちながら国債等を買う欧米の量的緩和と違って物価上昇を目指す以上、**デフレ脱却期待が高まれば長期金利が上昇するのは当然**(1%程度は全く問題なし)。**Volatilityの上昇も、「異次元金融緩和」の実験的性質を考えれば止むを得ない**。事実、このところの長期金利は安定、ないし低下傾向(安定し過ぎ?)。

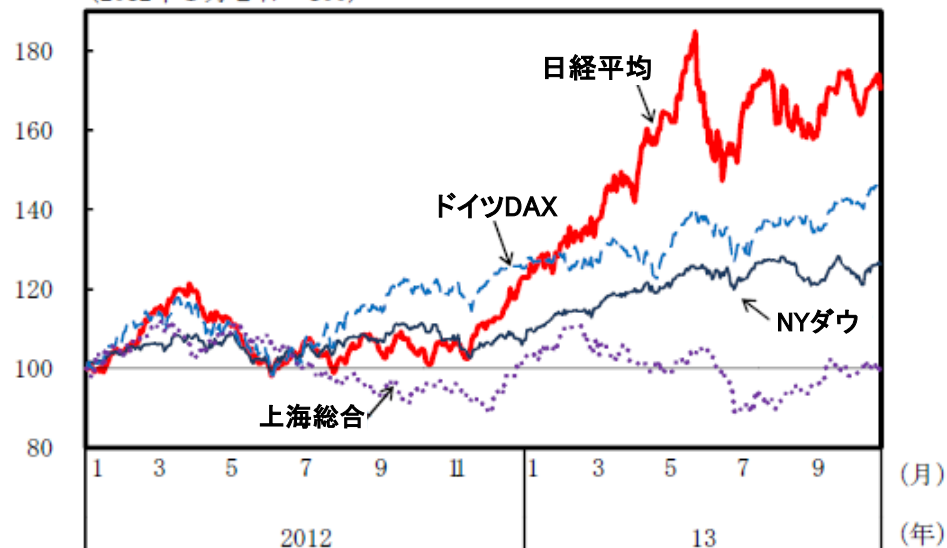
■ 景気も、徐々に回復傾向が鮮明に。

→本年前半のGDPは、やや「出来過ぎ」とも言える年率4%近い高成長。7~9月は、その反動もあって2%弱へと大きく減速したが、景気の回復基調は不変。

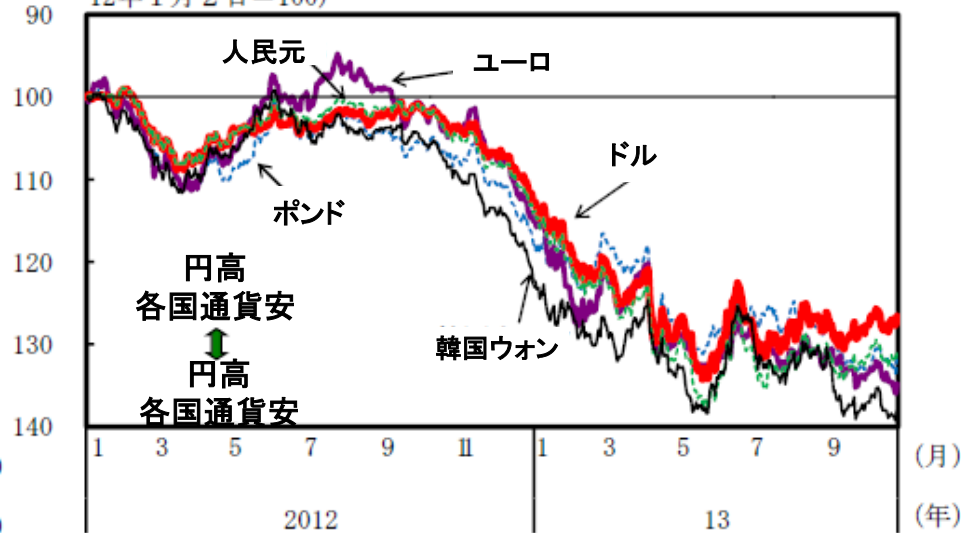
→日銀短観をみても、6月調査、9月調査とも、円安の恩恵を受ける製造業大企業を中心に、景況感は市場予想を上回って改善。もっとも、**DIの水準をみると、製造業大企業はリーマン・ショック前のピークには及ばない一方、非製造業中小企業はこれを上回り、内需の底堅さが確認される。**

アベノミクスの滑り出し(図表)

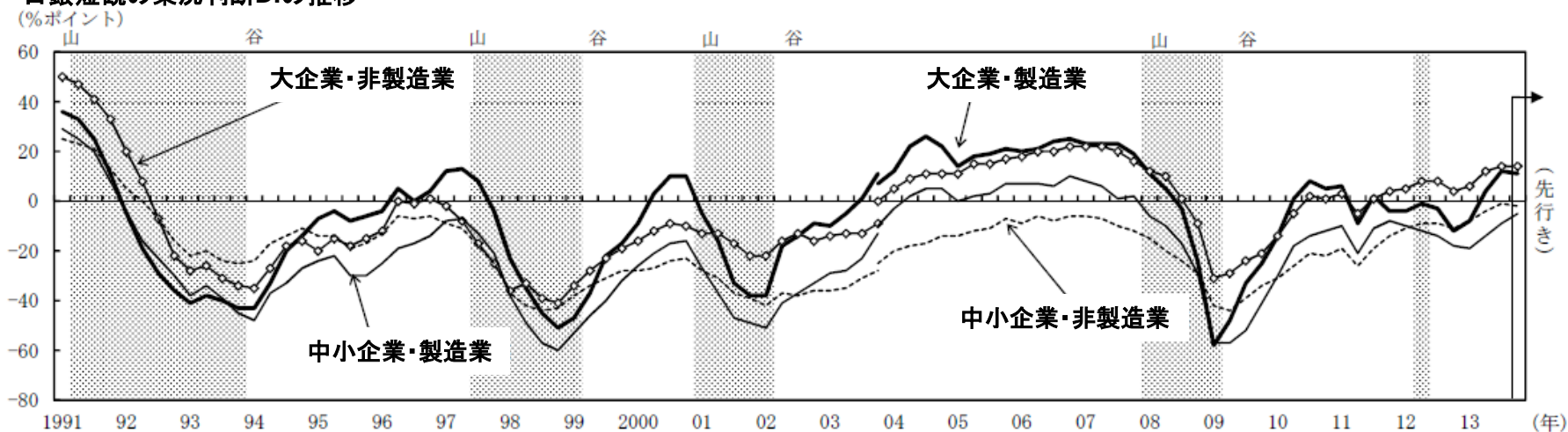
(2012年1月2日=100) 株式市場



(対円レート、12年1月2日=100) 為替市場



日銀短観の業況判断DIの推移



(備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。D. I. は「良い」-「悪い」。
2. シャドー部は景気後退期。また、2012年4-6月期の山は暫定。
3. 2004年3月調査より調査方法が変更されている。

アベノミクス効果はやや過大評価？（１）

■ もっとも、円安・株高や景気回復を全てアベノミクス効果で説明するのは無理。

i) 昨年のミニ景気後退の「谷」は11月。すなわち、景気回復はアベノミクスの前から始まっていた！

ii) またその頃には、欧州情勢の落ち着きや、予想以上の貿易赤字の継続から「円高基調の転換は近い」との見方も広がっていた。

⇒ こうした景気や市場の潮目の変化に乗ることで、アベノミクス効果は大きく増幅された＝アベノミクスはタイミングが良かった！

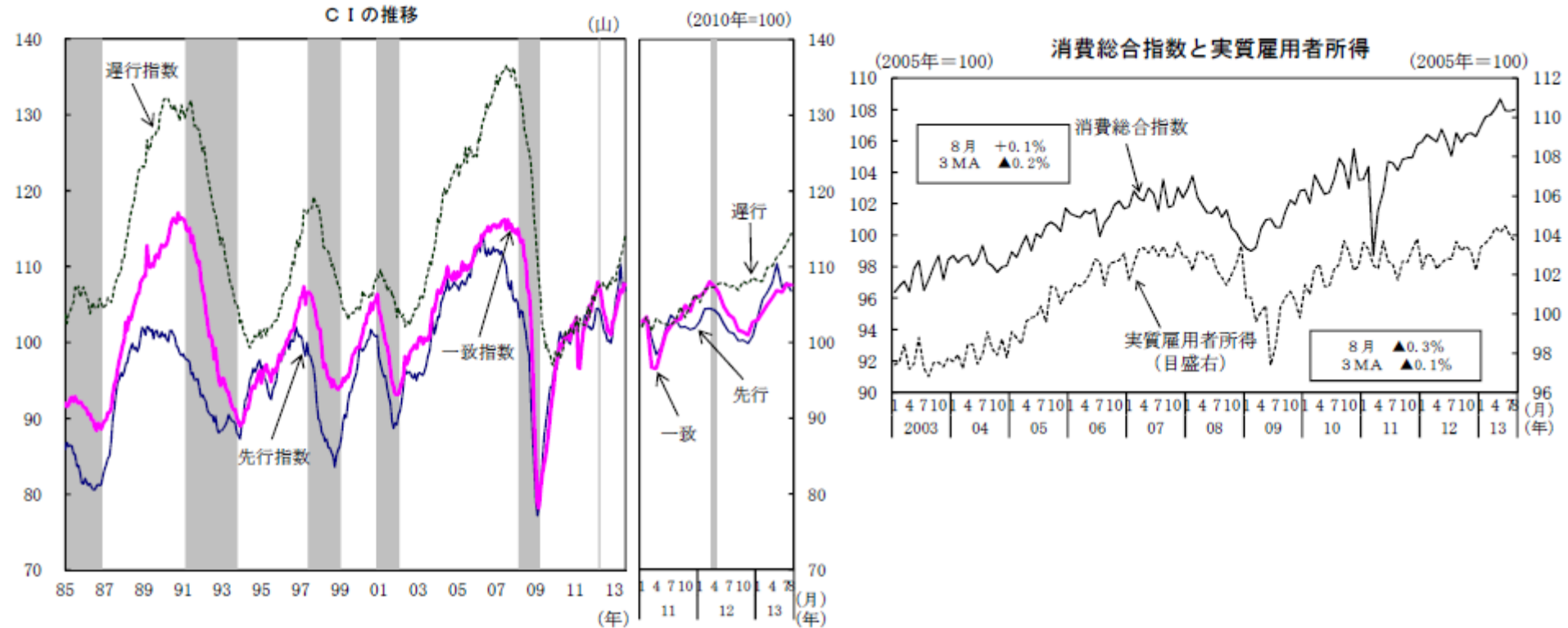
■ 株高による個人消費好調が景気回復をリードしているとの論調もややミスリーディング。

→ リーマン危機後、GDP全体の成長率は小泉政権下の長期景気の時期を下回っているが、個人消費の伸びは当時より高く、基調的に底堅かった。個人消費の堅調は、エコカー補助金終了などに伴う一時的減速がちょうど終わる頃に、アベノミクス効果が加わったと理解すべき。

→ 個人の株式保有の少ない日本では、資産効果はあまり大きくない。賃金上昇に先立つ物価上昇で、足もとの実質賃金は前年比マイナスとなっており、7～9月の個人消費はほぼ横這いにまで減速。

アベノミクス効果(図表1)

景気動向指数



(備考) 内閣府「景気動向指数」により作成。景気基準日付は内閣府による。ただし、「神武(景気)」
「岩戸(景気)」等は景気拡張期の通称であり、公式のものではない。
グラフのシャドー部分は景気後退期を示す。また、2012年4月の山は暫定。

出所:内閣府月例経済報告主要経済指標

アベノミクス効果はやや過大評価？（2）

- 日本の場合、為替レート変動の輸出・生産への影響は通常かなり大きい。しかし、今回の場合、**大幅な円安の割に輸出、生産の回復ペースはやや鈍かった。**

→世界的な在庫調整を背景とした昨年のミニ後退からの生産の回復テンポは、従来パターンよりかなり鈍かった。

→また、7～9月の輸出（GDPベース）は、一時的とはいえマイナスになった。

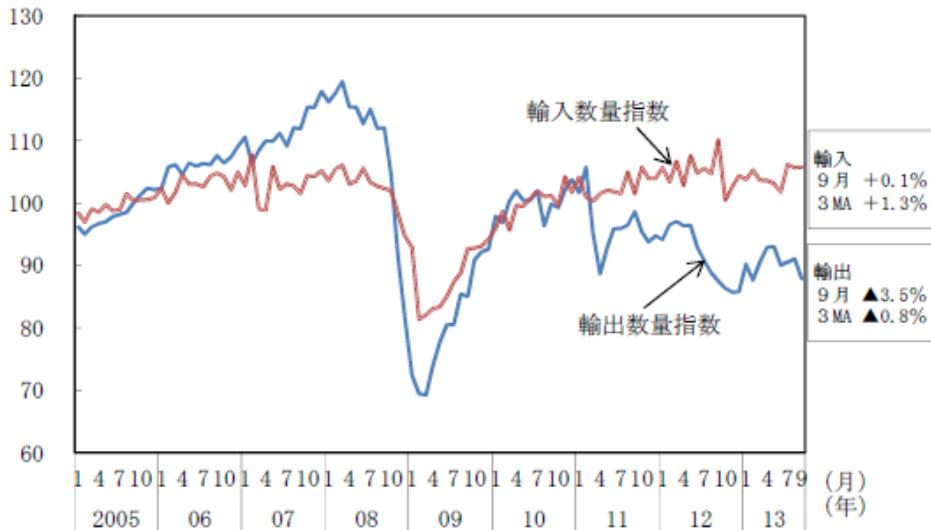
- ①後述のように、世界経済自体の回復ペースが鈍いことに加えて、
 - ②多少円安が進んでも日本企業の海外生産拡大の流れは変わらないこと、
 - ③電機など一部業種での国際競争力の劣化、
- が重なった結果、輸出の回復テンポは鈍い。

- このように、為替レートや株価への影響に比べて実体経済の回復への金融緩和の効果は限定的。それでも、**経済の長期低迷やデフレで自信喪失気味だった国民の心理を明るくした貢献は大きい。**

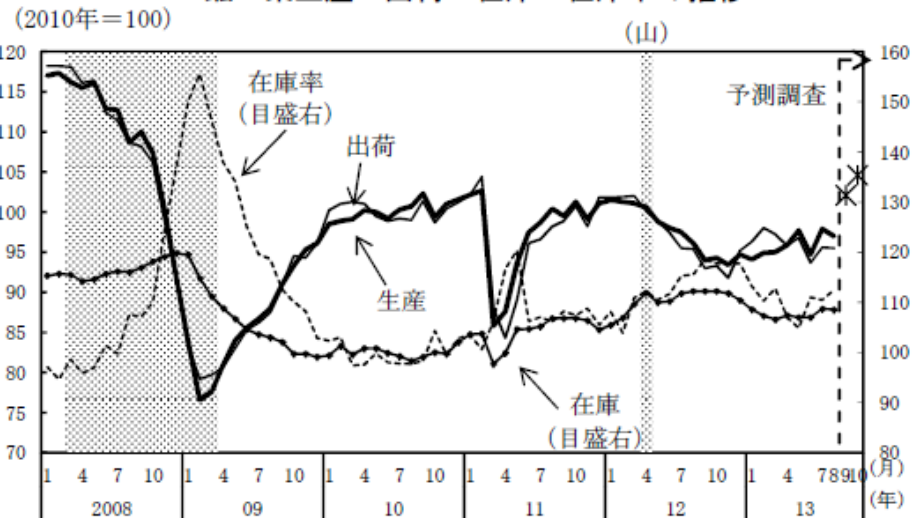
→実は、非伝統的金融緩和の効果に関する研究では、「資産価格への影響は明確だが、景気や物価への影響は限定的（一時的）」というのが、国内外を問わず一般的。

アベノミクス効果(図表2)

輸出入数量の推移

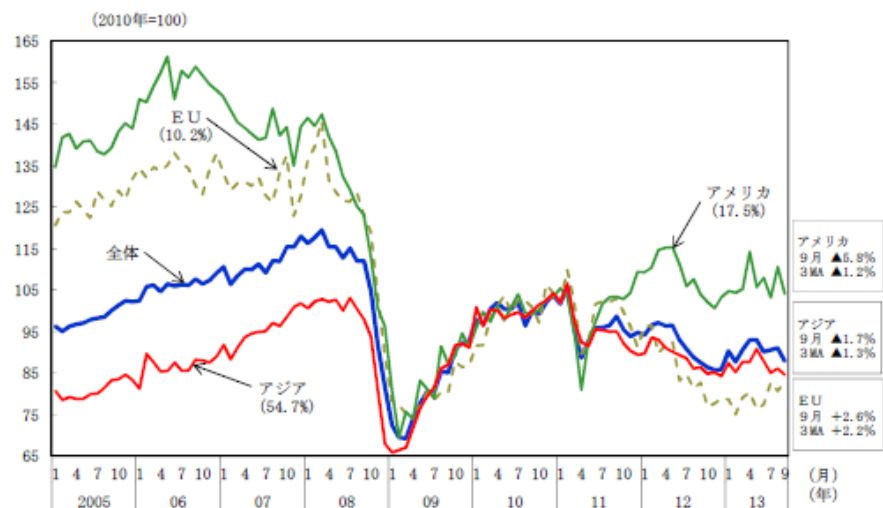


鉱工業生産・出荷・在庫・在庫率の推移

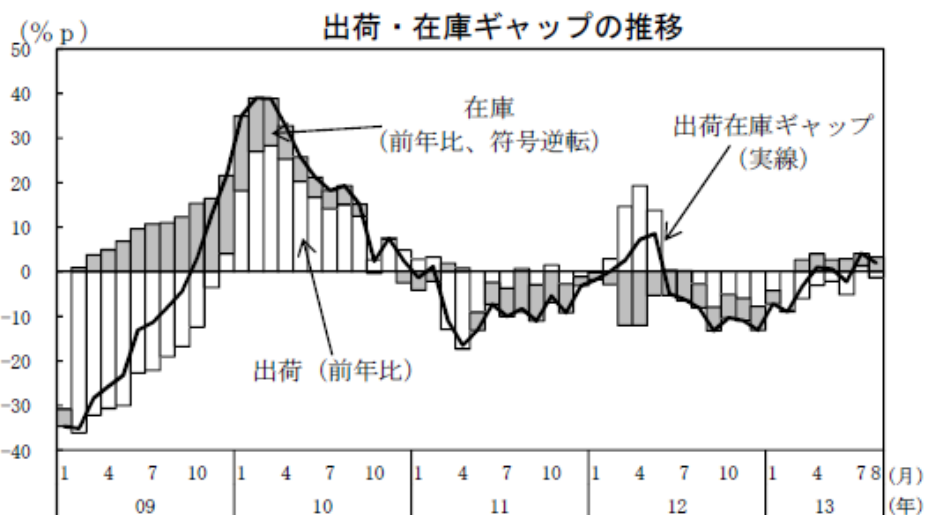


地域別輸出入数量指数 (2010年=100)

①輸出



出荷・在庫ギャップの推移



(備考) 上図：経済産業省「鉱工業指数」により作成。
季節調整指数(2010年=100)。シャド一部は景気後退期を表す。また、2012年4月の山は暫定。
下図：経済産業省「鉱工業指数」により作成。
出荷・在庫ギャップ=出荷(前年比)-在庫(前年比)

- このように、個人消費や輸出の伸びは足もとやや力強さを欠くものの、他の需要コンポーネント全般に弱い要素は見当たらず、公共投資を筆頭に足もとの国内景気は視界良好。

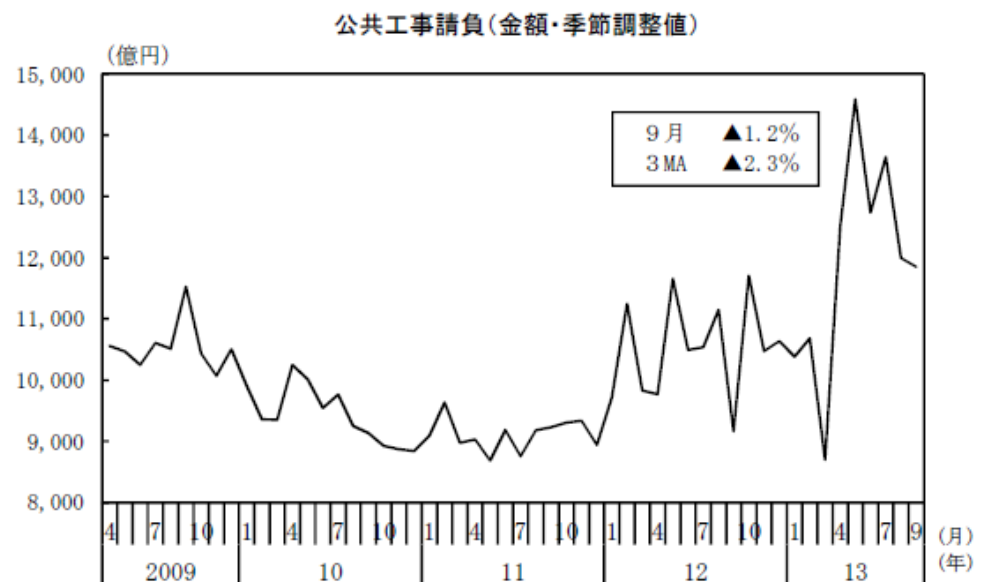
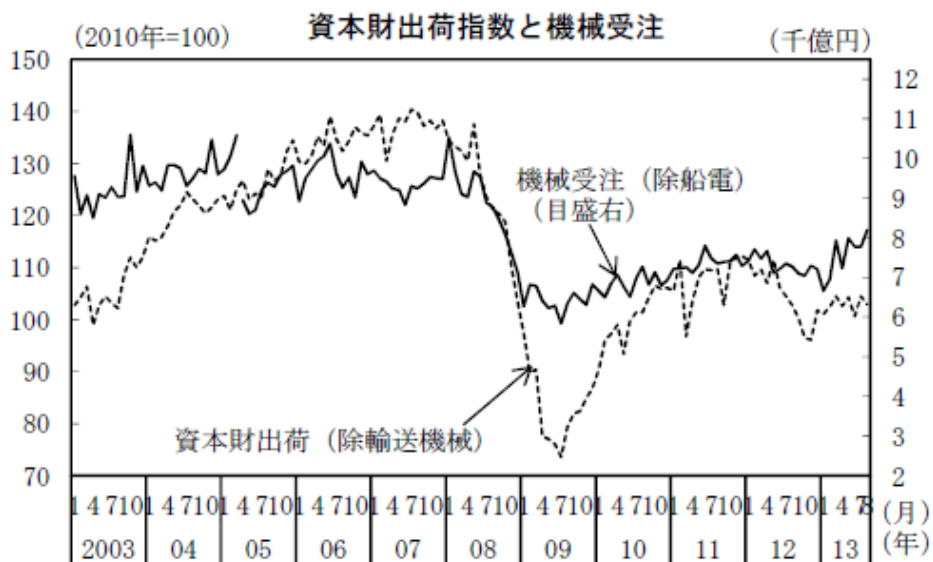
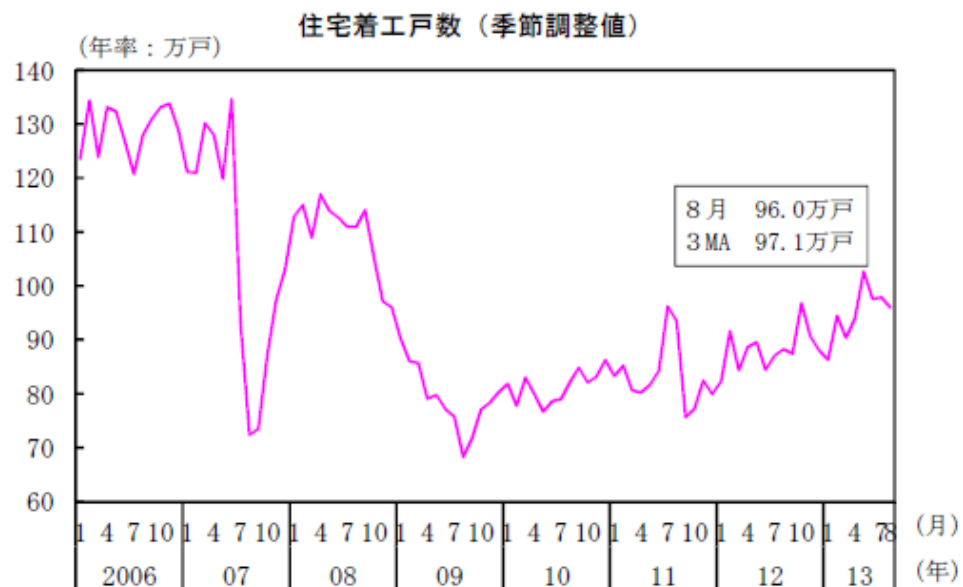
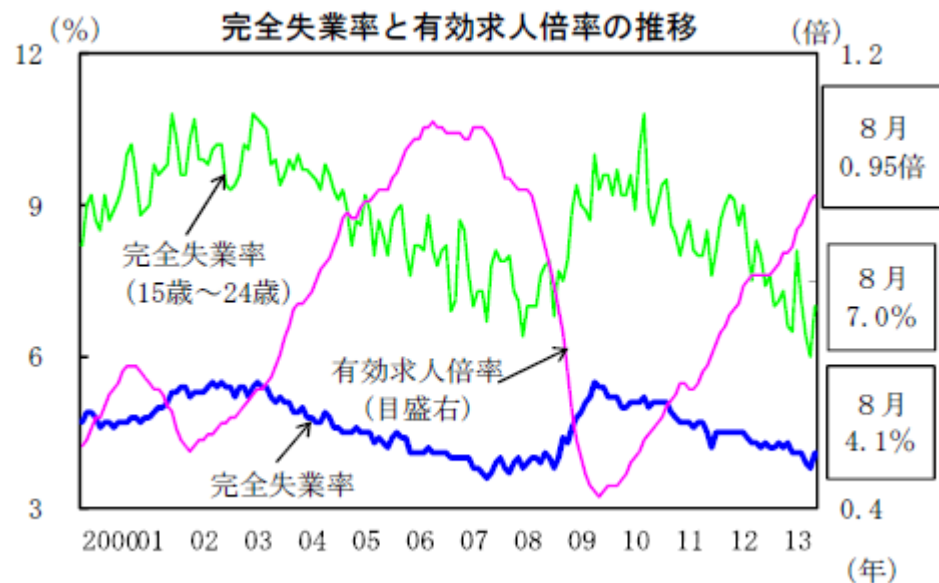
→ 前述の通り、足もとの個人消費は年前半の高成長の反動もあって減速しているが、雇用情勢の改善が続くもとで腰折れの心配は不要。今後は、消費税率引上げ前の駆け込み需要が予想される。

- 具体的には、

- ① やや弱めだった設備投資について、短観の投資計画や機械受注に加え、法人季報でも持ち直しの動きが確認されつつあり、
- ② もともと回復歩調にあった住宅投資では、足もと不動産市場の好転や駆け込み需要が追い風となっており、
- ③ 公共投資は、大型であった12年度補正予算工事の進捗が本格化している。

→ 昨年度は、収益環境が厳しかった製造業中心に、設備投資の先送りがみられたが、今年は自社の収益見通し達成にゆとりがある中でむしろ計画の上積みが可能。

足もとの国内景気(図表)



それでも2%インフレへの道程は遠い

- 足もとのCPI(消費者物価、除く生鮮食品)は、エネルギー価格の上昇(電気・ガス料金、石油製品)などから前年比プラスに転じた。目先、円安等に伴う石油製品や食料品の値上がりなどから、前年比プラス幅は1%程度まで拡大して行く見通し。

→最近のgood newsは、薄型テレビやパソコンの下げ止まり。値下げでシェア争いをするインセンティブがなくなる程安くなってしまった結果(デフレの行き着いた果て)だが、過去10年余りのCPI下落の少なからぬ部分がこうしたハイテク製品の値下がりだったことを考えると、数字としては無視できない動き。

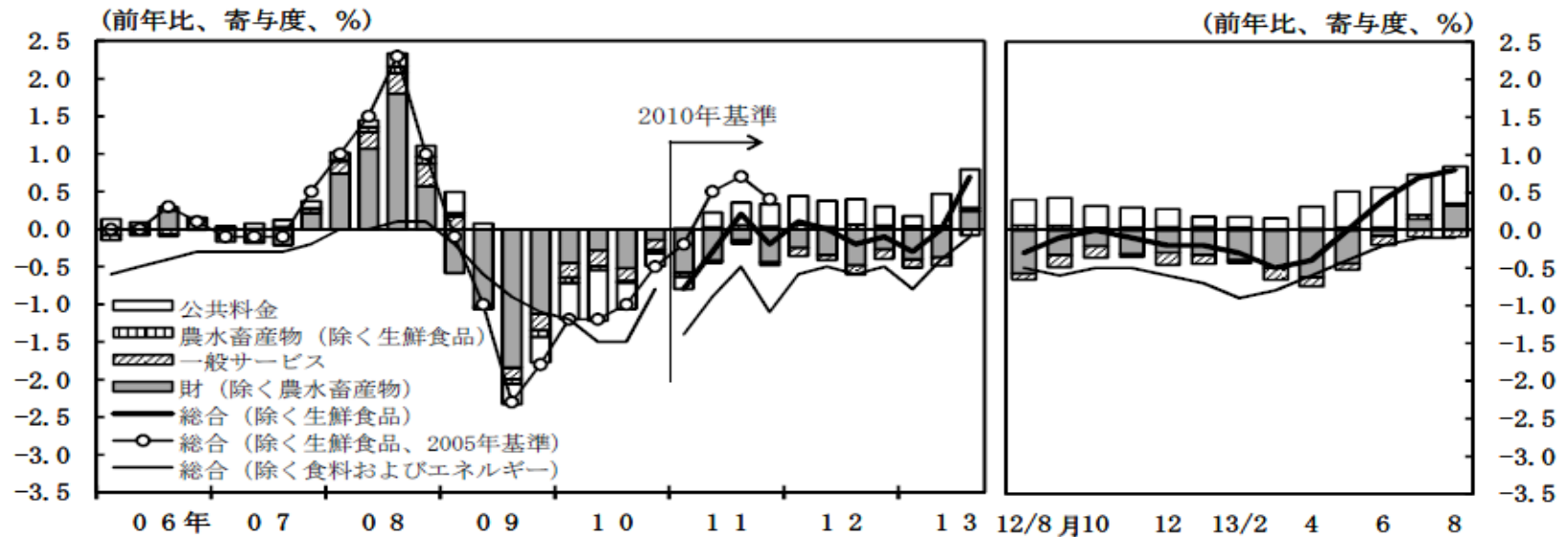
- しかし、賃金上昇の明確な兆しは未だみえない(夏季賞与は若干のプラス)。賃金上昇なくしては、円安による物価上昇は一過性に止まることを考えると、CPI2%上昇への道程はまだ遠い。

→ESP調査による民間エコノミストの15年1~3月のCPI上昇率予想(平均)は、消費税の影響を除いて約0.8%。11月の同調査でも、「2年間で2%」のインフレ目標達成を「できると思う」と答えたのは40人の専門家のうち1人だけ。

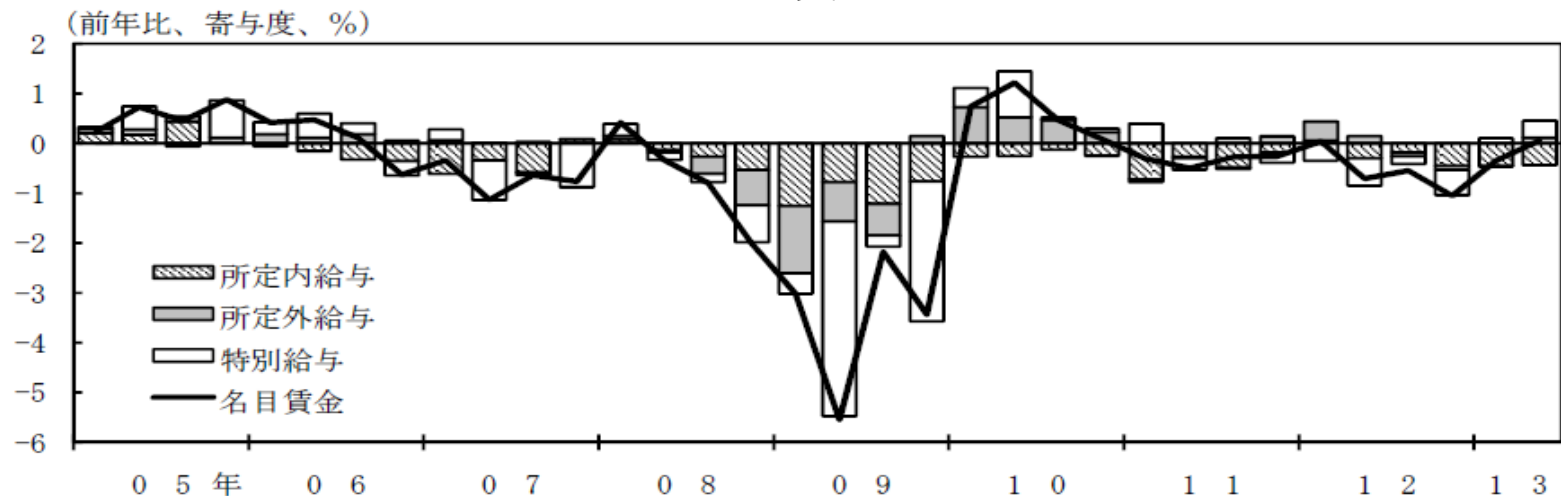
→もっとも、足もとのCPI前年比はプラス幅を拡大しているため、10月末の展望レポートでは、日銀は「想定通り」と静観した。今後CPI上昇率が頭打ちとなった場合、来年4月の展望レポートでどう評価するか、注目される。

2%インフレへの道程(図表)

消費者物価(CPI)上昇率



名目賃金



構造改革への期待と現実(1)

■ インフレ目標が達成できなければアベノミクスは失敗か？ : No!

→本当に2%インフレが実現すれば、15年1~3月のCPI上昇率は(消費税の影響も含めて)4%。国民の多くは、そうした急激な物価上昇を望んでいない。過度の円高・株安是正と景気回復、緩やかな賃金・物価上昇が実現できれば、十分満足な筈(逆に、その程度なら実現可能)。

■ 「強力な金融緩和」の最大の成果は、円安・株高等を通じて、安倍首相に高い支持率＝政策課題を実現するためのpolitical capital (政治資本)を与えたこと。

→TPP交渉参加に際して自民党内反対派が予想外に大人しかったのも、高い支持率を誇る首相に反対しにくかったため(⇔野田前首相の経済政策は概ね正しかったが、民主党のpolitical capitalは鳩山・菅氏が食い潰していた)。

■ アベノミクスの本丸は「第3の矢」＝成長戦略。その柱は規制改革にあり、中でも農業、雇用、医療・介護などの政治的抵抗の強い分野(いわゆる「岩盤規制」)が重要。首相がこれまで蓄えたpolitical capitalをフルに活かして、政治的抵抗を排し、構造改革を実現できれば、アベノミクスは本当の日本経済再生につながり得る。

構造改革の期待と現実(2)

- その後、首相は参院選勝利に加え、2020年東京五輪招致にまで成功、一段のpolitical capita積み上げを実現。

今次政権での安倍首相の「強運」(前述のアベノミクスのタイミングの良さも含む)⇔自身の健康問題に加え、年金記録問題や閣僚の失言・不祥事に悩まされた前回政権とは対照的。

→6月公表の「日本再興戦略」は、数値目標の羅列に止まったため、「成長戦略は不十分」と評価され、株式市場は大幅に下落(=市場の警告)。もっとも、参院選直前のタイミングだっただけに、「大胆な規制改革は選挙後の成長戦略第2弾」との期待も残った。

- しかし、「無敵状況」の安倍首相が打ち出したのは、意外にも「消費税率引上げのゼロからの再検証」だった。結局、来年4月からの引上げは再確認されたものの、構造改革を議論するための絶好のタイミングであった2ヶ月間を空費することとなった。

→8月末に60人もの有識者を集めて集中ヒアリングを実施。そこでも大半の参加者が予定通りの引上げを支持したが、それからさらに1ヶ月、結果は十分に予想できた日銀短観まで判断を先送り。

- その過程で、「消費税率引上げの景気への悪影響を防ぐ」として、本年2月の大型補正に続く5兆円規模の景気対策実施が浮上。一方、**今次臨時国会では「岩盤規制」への挑戦は見送られる模様。**

→ 来年4月の消費税率引上げは確定したが、再来年10月の10%への引上げは未定であり、その決断に際し、さらなる景気対策が求められる可能性も。

→ 投資減税・法人減税を「成長戦略」とする見方もあるが、

① 投資額に影響を与えようとする需要政策である投資減税と、

② 企業立地に影響を与えようとする供給政策である法人減税、

の方向性は必ずしも一致しない。日本の場合、法人減税を「成長戦略」とするなら、タックス・ベースを拡大しつつ税率を大きく引き下げることが重要。

- この結果、**アベノミクスは本来の「3本の矢」から、「財政拡張を金融緩和で支え、構造改革はスルーする」ものへと変質しつつあるのではないか？**

→ 取り敢えず金融市場は、東京五輪歓迎と日銀の大量国債買入れによるリスク感覚のマヒで落ち着いているが、上記が結局旧い「自民党への回帰」に他ならないと理解されれば、いずれは株価急落、国債金利急騰といった市場の反乱に繋がる恐れ。

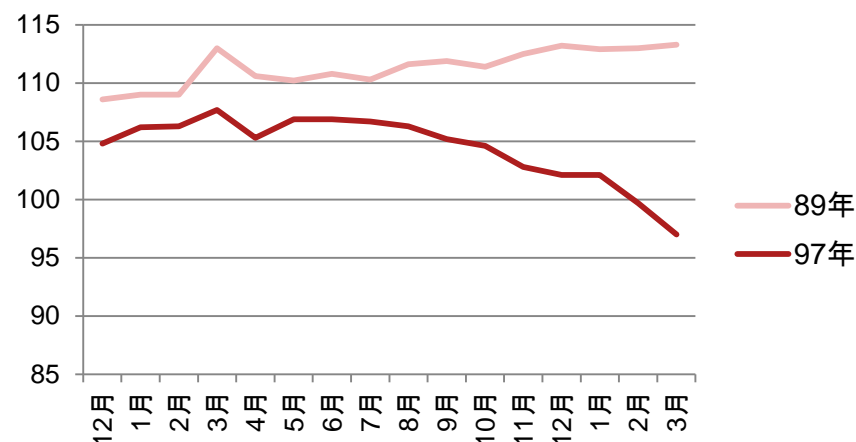
来年度も景気回復は持続(1)

■ 97年の消費税引上げが景気後退を招き、その後のデフレ経済の始まりに繋がったとする議論があるが、それは、

- ①フィスカル・ドラッグ(財政からの負のショック)の規模が消費税引上げ(5兆円)に止まらず、社会保障負担増(2兆円)、定率減税廃止(2兆円)、公共事業削減(4兆円)の計13兆円にも上ったこと、
 - ②年央からアジア通貨危機が始まったこと、
 - ③バブル崩壊後の不良債権を抱えていた金融システムがショックに耐え切れず、国内での金融危機が発生したこと、
- という3種類のショックが不幸にも重なってしまった結果。

→実際、消費税率引上げ後の景気の動きを景気動向指数で見ると、97年も夏頃までは「絶好調景気」などと言われた89年と殆ど違いはみられない。景気が悪化したのは、アジア危機と国内金融危機を受けた秋以降であることが分かる(とくに、山一、拓銀破綻後の落込みが厳しかった)。

(消費税率引上げ前後の景気動向指数CIの推移)



来年度も景気回復は持続(2)

- このように、もともと消費税引上げを過度に恐れる必要はなかったところに、大型景気対策が実施されるため、**短期の景気見通しは明るい。来年度も回復基調が続く見通し。**

(13年度、14年度の実質GDP成長率の見通し)

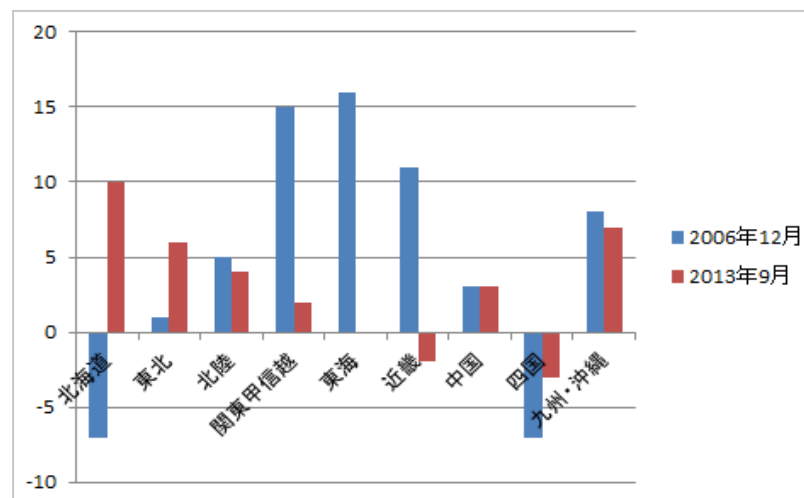
	13年度	14年度
政府	2.8%	1.0%
日銀	2.7%	1.5%
民間	2.7%	0.8%

注) 日銀見通しは展望レポートの中央値。
民間見通しはESP調査11月分の平均。

- 海外経済にリスクはあるが、国内の金融システムは安定しており、内需は底堅い。

→もともと、これは現在の日本経済が再び公共投資依存度を高めていることの反映でもある(事実、7~9月GDP統計で成長率を押し上げていたのは、主に公共投資であった)。リーマン危機後の相次ぐ経済対策に加え、安倍政権になっても基本は変わっていない。実際、日銀短観をみても、小泉時代と違って地方の景況感が良いのが最近の特徴。

(全規模全産業でみた日銀短観の地域別DI)

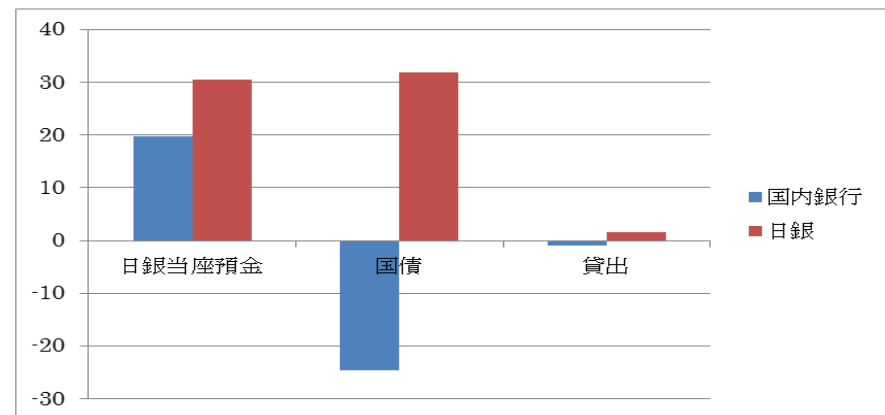


注目点は賃金動向

■ 景気見通しは明るい一方、CPI上昇率は、若干のプラスで推移しても、2%インフレの達成は困難との見方が一般的。当面、最大の注目点は賃金動向、とりわけ来春のベアとなろう。

3月末から8月末までのB/Sの変化（兆円）

→「異次元金融緩和」で起こったことは、銀行が大量の国債を売って、その代金を日銀に預けただけ！物価連動債の利回りから計算されるインフレ期待（BEI）もなお不十分。結局、物価上昇にはマネタリーベースの増加や「期待」だけでなく、賃金の上昇が必要。



→06～07年には、労働需給は引き締まり、上場企業では史上最高益が相次いだが、賃金が上がらずデフレ脱却には至らなかった。常識的には当時に比べ賃金が上がり易い環境とはいえないが、

- ①来春には消費税率引上げが予定されていること、
 - ②当時に比べ内需が底堅く、建設や外食など周辺部分で労働需給に逼迫の兆候がみられること、
 - ③世間に賃金引上げを求める「空気」が広がり、財界にも一部容認論が出始めていること、
- といったプラス面も少なくない。

- 米国経済は、家計のバランスシート調整の進捗や住宅市場の回復等を背景に回復基調。ただし、政治対立の結果としての意図せざる**大幅な財政赤字削減が進む下で、成長ペースは緩慢**。

→秋の財政協議は予想通り難航した。土壇場でデフォルトこそ回避したが、合意内容は問題先送りに過ぎない。オバマケアを巡る民主(大統領)・共和両党の対立は根深いだけに、今後も波乱要因となる可能性が高い。

→一方、FRBの量的緩和縮小(tapering)は、景気回復の強さ次第であり、ハト派とされるYellen新議長の登場も踏まえると、米国経済への当面の影響はさほど懸念する必要はないか(もともと、taperingを遅らせれば将来の「出口問題」を大きくするだけで、所詮問題先送りに過ぎないのだが・・・)。

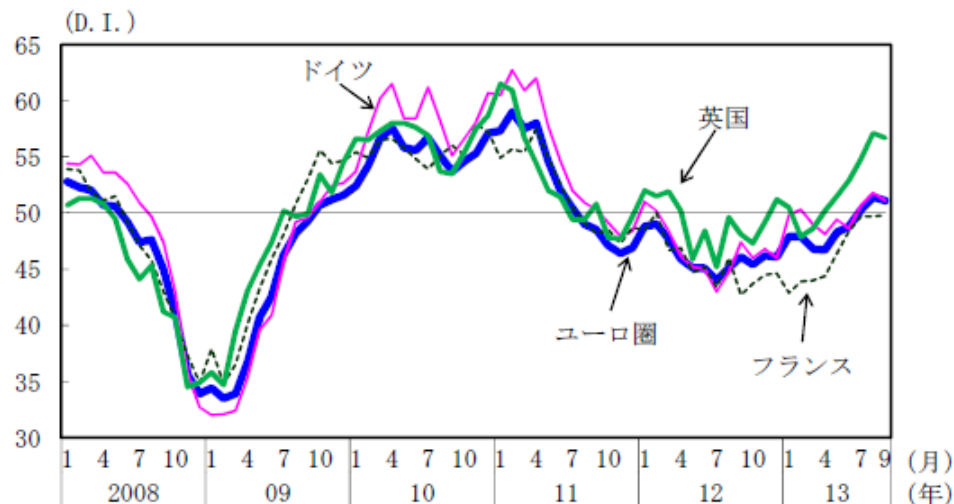
- 欧州経済は一応底入れの様相。やや楽観的な見方が増えているが、**中心国(ドイツ)と周辺国の格差は拡大しており、ソブリン危機も終わった訳ではない**。

→欧州情勢が落ち着いていたのは、ドイツの連邦議会選挙を前に課題を先送りしていた結果という面もある。選挙は予想通りCDUの勝利となり、メルケル首相が続投する見込みのため、破局的混乱はないだろうが、連立政権成立後には、ギリシャ支援など様々な問題が浮上してくる可能性。

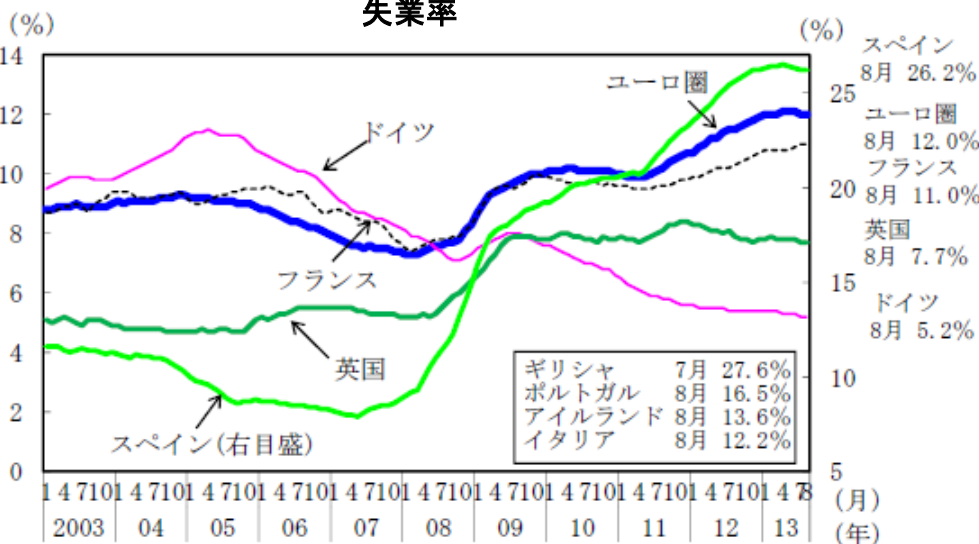


欧州經濟

製造業購買担当者指数 (PMI)



失業率



- 新興国のうち、中国では、基調的な成長力が低下する下で、所得格差の拡大や「影の銀行」問題など、様々な課題を抱えており、**習近平政権のガバナンス能力が問われている。**

→足もとの景気に底入れ気配にあるほか、影の銀行(shadow banking)問題自体は、銀行部門の不良債権比率の低さや中国政府の財政余力の大きさを考えれば、manageableな範囲内。

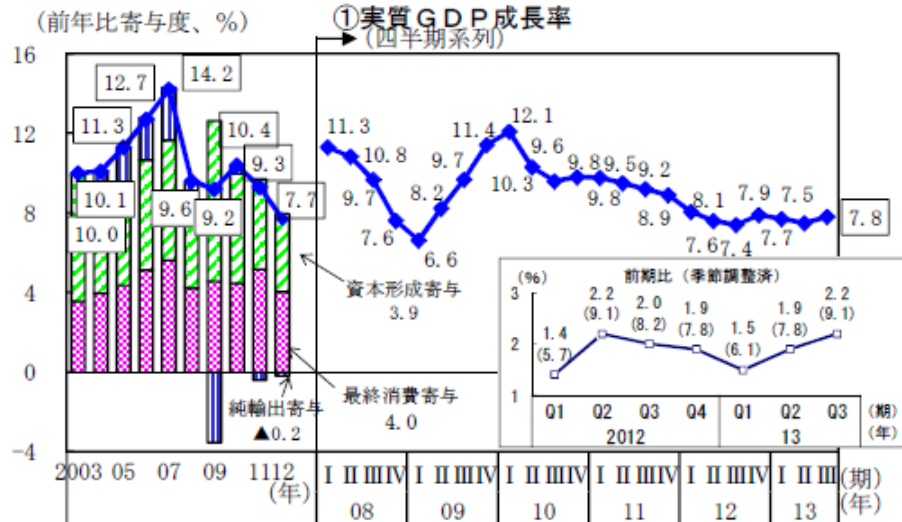
→むしろ、**中国政府の基本的な課題は、高度成長からより安定的な中成長への移行にある。**所得格差拡大に対する国民の不満の高まりや不動産バブルへの懸念、過剰投資問題とその背後にある国営企業や地方政府のコントロールの難しさなど、習近平政権が抱える課題は極めて複雑かつ重大。

- 中国以外でも、多くの新興国で景気は減速しており、政治リスクを抱える国も少なくない。**いずれ米国の量的緩和縮小が始まれば、資金流出(→通貨や株価の下落など)に繋がる恐れ。**

→米国金融緩和縮小の先送りで、新興国への不安は一服しているが、時間の問題に過ぎない。新興国はそれぞれが異なった課題を抱えているため、各国の資金流出リスクの大きさを評価するには、インフレ率、財政収支、経常収支、ファイナンスの形態(直接投資vs短期資金)などに注目する必要。

海外経済・新興国(図表)

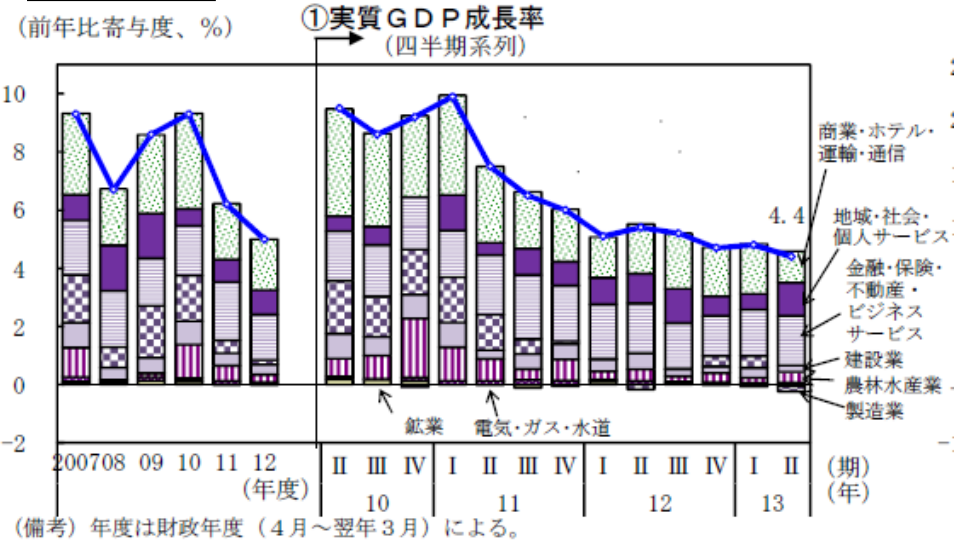
中国経済



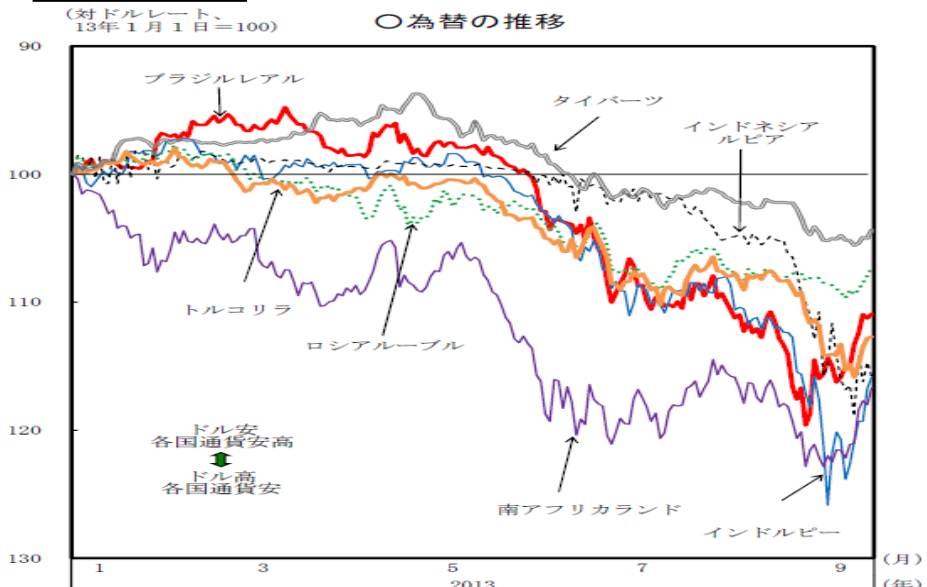
(備考) 前期比のグラフの () 内の数値は内閣府試算による前期比年率。



インド経済



新興国通貨



- 当面、短期の景気見通しは明るいが、その背後には幾つかの陥穽 (pitfall) が潜んでいる。その一つは、(米国と違い、まだ暫く先の話だろうが) 異次元金融緩和からどのように撤収するかという「出口問題」である。

1. 金融政策への信認の維持

まず当面の問題として、前述のように「2年で2%」のインフレ目標達成は容易でない。国民の多くが急激な物価上昇を望んでいないとしても、目標を約束した日銀の責任は残る。

→ マネタリーベースを270兆円まで増やしても直ちに物価が反応しないなら、無闇に追加緩和しても、後述の出口の困難を増すのみ。加えて、**本年1月の政府・日銀「共同声明」に明記されていた筈の「持続可能な財政構造の確立」の目処が立たない状況でのさらなる国債大量買入れは、財政赤字ファイナンスと看做され、長期金利急騰のリスクを抱え込むこととなる。**

→ だとすれば、2%目標を堅持しつつ、何故物価上昇に時間が掛かるのかを粘り強く説得していくことが正攻法だと思われるが、果たしてそれで責任を果たしたことになるのか？

2. 長期金利の変動抑制

長期金利は足もと落ち着いているが、2%インフレが視野に入ってくれば、長期金利はいずれ2~3%(=日本の潜在成長率+インフレ率)程度までは上昇する筈。そうなると、長期国債を大量に保有する主体が深刻なダメージを蒙る。

→日本で長期国債を大量に持っているのは国内金融機関だが、メガバンクは残存期間の短い債券主体のため、**最も深刻なダメージを蒙るのは収益力低下に苦しむ地銀や信金**となる(日銀の試算では、2%の金利上昇で地銀・信金が蒙る評価損は6~9兆円に達する)。**金融システムの安定確保のためにも、長期金利の動向には細心の注意を要する。**

金利上昇に伴う債権時価の変動

(兆円)

		金利上昇幅					
		13年3月末			13年6月末		
		1%pt	2%pt	3%pt	1%pt	2%pt	3%pt
銀行計	スティーブ化	▲4.1	▲7.1	▲10.2	▲3.5	▲5.9	▲8.5
	パラレルシフト	▲6.9	▲12.3	▲17.7	▲6.0	▲10.6	▲15.3
大手行	スティーブ化	▲1.9	▲3.4	▲4.9	▲1.4	▲2.4	▲3.5
	パラレルシフト	▲3.7	▲6.7	▲9.7	▲2.9	▲5.2	▲7.5
地域銀行	スティーブ化	▲2.1	▲3.7	▲5.3	▲2.1	▲3.5	▲5.0
	パラレルシフト	▲3.2	▲5.6	▲8.0	▲3.2	▲5.5	▲7.8
信用金庫	スティーブ化	▲1.3	▲2.3	▲3.2	▲1.5	▲2.4	▲3.4
	パラレルシフト	▲1.8	▲3.1	▲4.4	▲1.9	▲3.2	▲4.6

(資料) 日本銀行

→さらに欧州ソブリン危機の経験を踏まえると、金利はいったん上昇を始めるとオーバーシュートする傾向(日本でも、2~3%で止まらない可能性)。ECBは、LTROと呼ばれる3年物固定金利オペを導入して南欧諸国の国債金利上昇の抑制に成功したが、日本でも同様の手法を考慮する必要があるか。

3. 金融緩和の「出口問題」

「出口問題」とは？：金融緩和が所期の目的を達成すれば、金利の正常化が必要となる。通常の金融緩和なら金利を上げるだけだが、量的緩和で中央銀行のB/Sが拡大していると、資産を売ってB/Sを縮小しないと金利は上げられない。しかし、中央銀行が国債などを大量に売却すれば市場に大混乱をもたらすというジレンマ。

- 14年末には日銀の長期国債保有は200兆円弱となるが、市場金利をプラスにするため、その大半を売却すれば、市場へのインパクトは測り知れない。さらにFRBの場合は、住宅ローン担保証券(MBS)を保有しているため、その売却は国債以上に困難。
- 一方、中央銀行が長期債を保有したまま、長期金利が上昇すれば、中央銀行が巨額の損失を蒙ることになる(最終的には国民負担)。IMFスタッフの試算によれば、日銀の場合、その規模はGDP対比で3～4%程度に及び得る。
- 非伝統的金融緩和(unconventional monetary easing)は、リーマン危機後の世界経済の安定に大きく寄与したとされるが、その難しさは出口問題にあり、まだ出口を抜けた国はない。その困難を改めて示したのが、次にみる米国のtapering騒動である。

金融緩和の「出口問題」(4)

米国でのtapering騒動

FRBは現在、毎月850億ドルの証券購入を続けている(＝いわゆるQE3)が、景気回復が続く中、この購入額が年内にも縮小(一般にtaperingと呼ばれる)され、来年には購入停止、いずれ(一部)売却が想定されている。5月下旬以降、一本調子の円安、株高だった市場に動揺がみられたが、これにはバーナンキ議長がtaperingに言及したことが大きく影響。

従来FRBは、「長期金利に影響するのは、中央銀行がストックとしてどれだけの国債等を保有しているかで、フローの購入額ではない」としてきたが、実際には**購入額を減らす可能性を示唆しただけで世界の金融市場が大きく反応し、出口問題の難しさ(＝将来日銀が直面する困難)を再認識させる結果となった**。一方、先日は市場がtaperingを織り込む中で、FRBは先送りを決め、市場とのコミュニケーション問題を指摘されている。

足もとは、米国の財政問題などを受けてtaperingが大きく遅れるとの観測が強まり、世界的な株価上昇などに繋がっているが、ややバブル的な側面も。

・ややテクニカルになるが、保有国債などを大量に売らなくても、当座預金への付利を上げれば、市場金利の引上げは可能。もっとも、その場合は大手金融機関に巨額の金利を支払うこととなるため、厳しい政治的批判を受けるのは必至。

→米国では、公的資金で救済を受けた大手金融機関への反感が根強い上、共和党はもともと量的緩和に批判的だった。

→米国は、金融システム安定化や金融緩和の手法について、良い意味でも悪い意味でも日本の経験から多くを学んだと言われる。**出口問題では、日本が米国の経験からしっかりと学ぶ必要**(例えば、taperingに対する市場の反応など)。

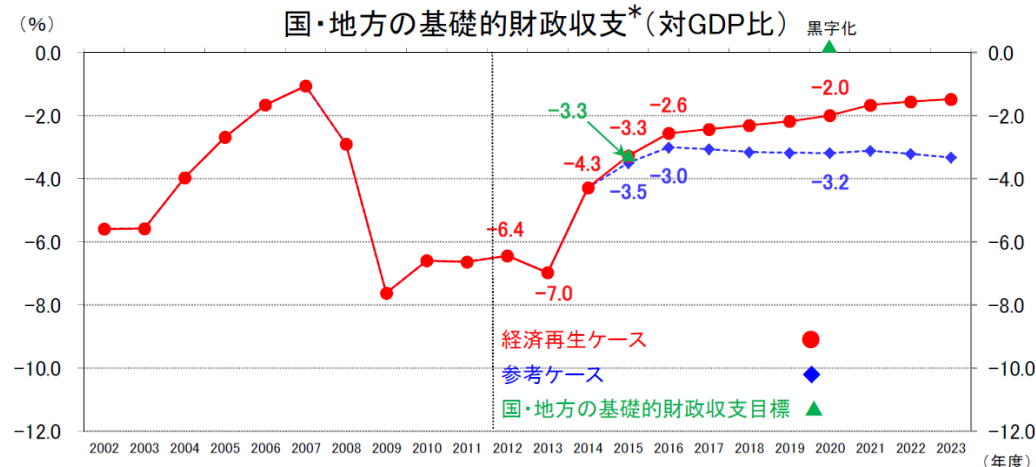
最大のリスクは財政赤字

■ 政府は「20年度までにプライマリー・バランス黒字化」との目標を掲げているが、名目成長率3%（実質2%）という極めて楽観的な前提で消費税率を10%にしても目標達成は不可能。

→対GDP比率でギリシャを上回る国債残高を抱えながら、日本財政が維持されてきたのは、①国債の殆どが国内消化されていたことと、②デフレ・低金利で利払い費用が増えなかったことによるもの。しかし、貿易収支が赤字となり、利払い費も既に増加に転じるなど、国債安定消化の基礎は崩れ始めている。

■ 税収が歳出の半分しかない日本では、デフレ脱却が実現してもプライマリー・バランスすら改善しない。そこに利払い費用が増えれば、財政赤字は急速に拡大する。

→3～4といった異常な税収の所得弾力性を仮定して、「成長すれば財政赤字は解決できる」などと主張するのは犯罪的！デフレ脱却までに財政再建の目処を付けておくことが必要。



新興国リスクへの企業の対応

■ これまでの新興国経済好調の基本的な背景は、

- ①中国の高成長による輸入増、資源高と、
 - ②米国のQEの下での新興国への資金流入。
- 現在、この両者が大きく転換しつつある。

→①は東アジアの輸出主導型の国、および資源国に、②は経常赤字を抱え易い内需主導型の国々の成長を促した。

■ 米国のtaperingは先送りとなったが、いずれは新興国からの資金流出という形で内需主導型経済に困難をもたらす。日本企業から見た場合、とくに関心の高いASEAN諸国への影響に要注意。

→もちろん、成長余力が大きく、人口規模も大きなASEAN諸国は、日本企業にとって中期的に魅力ある地域であり、長い眼で見た市場開拓であれば、当面の景気減速はむしろチャンスにもなり得る。ただ、従来の高成長に眩惑されて短期間に成果を刈り取ろうとするならば、危険は大きい。

■ もっとも、財政赤字のようなマクロのリスクについては、財務バランスへの留意などを別にすると、基本的に個々の企業ではヘッジできない。やはり政府による対応が不可欠。

アベノミクスの方角転換(re-direction)を！

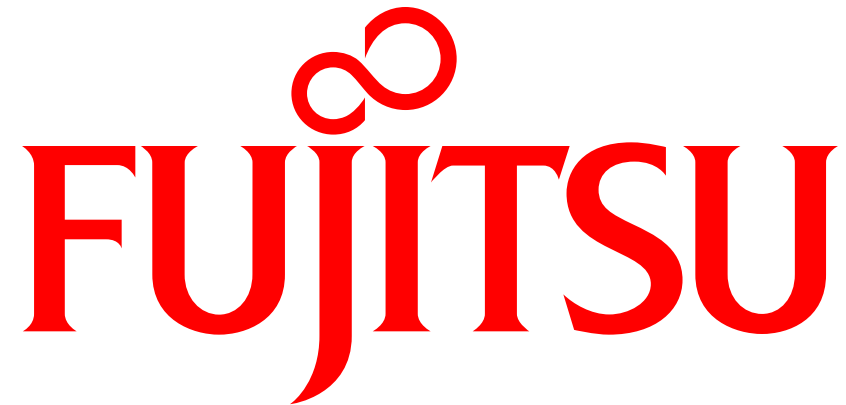
- 消費税論議以降、「3本の矢」のバランスが崩れてきており、財政出動が繰り返される一方、成長戦略の姿は見えない。「岩盤規制」の改革に挑みつつ、大胆な金融緩和の前提となる財政の持続可能性を確保する方向へと方角転換(re-direction)を進める必要。

→首相は、参院選後(五輪招致成功後)という構造改革のための絶好のタイミングを逃してしまっただが、政権安定の下、TPPをきっかけとした規制緩和を含め、来年に向けてチャンスは十分にある。

→一方、現状のまま行けば、財政破綻は大地震と同じく、短期的にはtail riskだが、長期的にはalmost certain。それでも金融機関が国債を買い続け、政府が財政赤字を放置するのは、典型的なmoral hazard(国債価格急落が実際に起きるまでは、リスクを無視することで、金融機関は目先の利益を確保し、政治家はバラマキ財政により国民の歓心を得ることができる)。

- 財政赤字の主因が社会保障支出にあることは明白である以上、**早急にアベノミクス「第4の矢」として社会保障改革を発動すべき。**

→前回消費税率引上げ(97年)以降、歳入・歳出両面で改革を怠ってきた結果、当時想定されていた「中福祉・中負担」の選択肢は既に失われつつある(今や「消費税率20%でも福祉の大幅切り詰めが必要」というのが、学者・エコノミストの常識)。実現可能なメニューを示した上で、国民の議論に委ねる必要。



shaping tomorrow with you