



2017年10月13日

「景気・政策のミスマッチ」とポピュリズム

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

大規模な金融緩和を継続する日銀の金融政策運営を一旦横に置いて、日本経済の現状のみに注目すると、足もとの国内景気は、物価と賃金を除き、総じて堅調に推移している。実質 GDP は昨年初から今年第 2 四半期まで 6 四半期連続でプラス成長を達成。同じく今年第 2 四半期の経常利益は 84.5 兆円と既往最大を記録するなど企業収益の改善は一段と進んでいる。これに伴い堅調が続く労働市場ではほぼ完全雇用となつて久しく、企業・家計の所得面の改善が設備投資と個人消費の拡大を支える構図が継続している。先週発表された日銀 9 月短観では、大企業製造業・業況判断 DI が 4 四半期連続で改善し、10 年ぶりの高水準を記録している。

多分に循環要因や外部環境の好転等に牽引された面があるとはいえ、経済活動がトレンドを上振れて推移していることは米英欧など他の先進国も同様であり、となれば本来は、財政・金融政策ともに正常化、すなわち、歳出削減や出口戦略が議論・推進されてしかるべき局面と言えるだろう。つまり、物価・賃金を別にすれば、現在の経済情勢とマクロ経済政策はミスマッチの状態にあり、自律的な景気拡大が期待できる状況であるにも関わらず、物価目標が未達という理由によって日銀は異次元緩和の手を緩められずにいる。そればかりか、総選挙を前に財政政策を巡る議論も「健全化」はどこへやら、「何にいくら歳出するか」の弛緩モード一色になっている。こうした「景気・政策のミスマッチ」の背景については長期停滞論をはじめ様々な説明や観点があろうが、グローバルな現象であるポピュリズムの蔓延が何と云っても大きく影響しているように思われる。

2013 年 4 月に黒田総裁体制下で導入された「量的・質的金融緩和」は、アベノミクスの 3 本の矢の中で最も積極的に運営・推進され、アベノミクスのいわば支柱として「デフレではない状況」を実現するなど一定の成果を上げてきた。自民党が先週公表した選挙公約には、2012 年の前々回や 2014 年の前回選挙と異なり「金融政策」はキーワードとして盛り込まれておらず、“緩和継続の是非”も与野党とも関心が低い模様で主たる争

点になっていない。しかし「2%の物価安定目標は私と黒田さんで政策協定¹を結んでいる（10月8日党首討論会）」と述べる安倍首相が続投すれば、金融政策は大規模緩和が継続され、財政政策も「人づくり革命」推進等で拡張気味の運営となり、「景気・政策のミスマッチ」は続くことになる。

総選挙の結果次第で見直される可能性があるとはいえ、上述の“政策協定”のもと、2%の物価上昇が安定的に実現するまで異次元緩和を継続し、同時に、財政が拡張気味に運営されてもイールドカーブ・コントロールによって金利上昇リスクは抑制される状況になっている。一見心地よい「景気・政策のミスマッチ」が続くことになるわけだが、問題は「このままでは次の景気後退局面での政策発動余地が極めて乏しいこと」だろう。今の景気拡大局面は既に戦後2番目となる長期間に及んでおり、順当に考えれば、そろそろ成熟期入りが見えてくる。おりしもグローバル金融危機から約10年が経過。世界経済は初めて同期しての景気回復を実現しており、一部では資産バブルめいた状況が警戒されている。ポピュリズムの蔓延を別にすれば、経済環境が一定の底堅さを維持している今のうちに、政策発動余地を再確保するために財政・金融の正常化を進める機が熟しているように思われる。

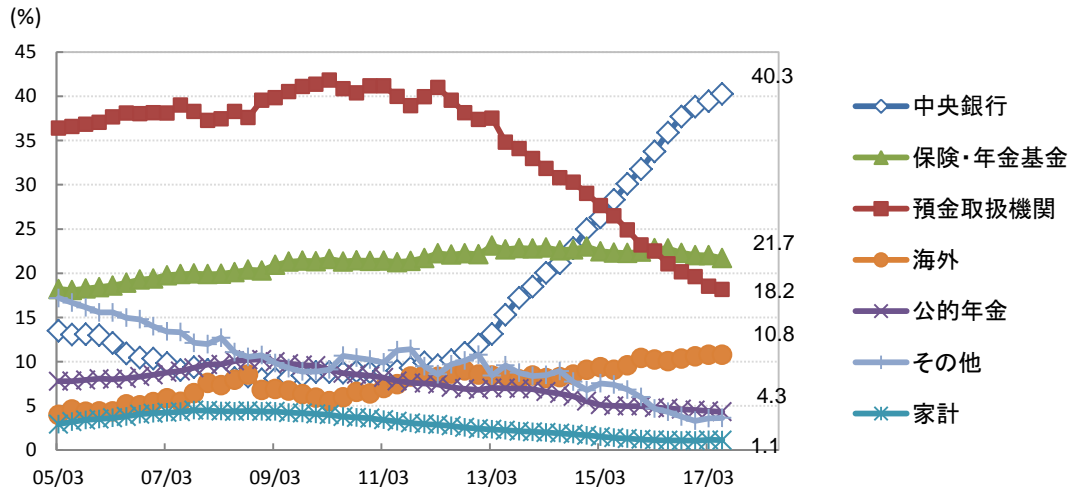
なお、日銀による国債購入ペースが足もと鈍化していることで、これを事実上のテーパリング開始と見る向きがあるが、テーパリングという表現に出口戦略という含意があるとすれば、目下の購入ペース鈍化はそれに当たらないだろう。なぜなら、日銀が政策運営の枠組みを量から金利へ転換²した目的は、2013年4月以降続く異次元緩和の持続可能性を高めることにあったからだ。この文脈で整理すれば、2%の物価目標が未達の状況下、日銀の金融政策運営方針は依然として目一杯アクセルを踏み込んだ状態にある（はず）と言うことになる。そればかりか、一旦立ち消えたかに思われた追加緩和論議も、就任したばかりの片岡審議員が先月の決定会合で「現在の金融緩和効果は2019年度頃に2%を達成するに不十分」として現状維持の議長案に反対したことで、改めて狙い通りにあがるなどしている。ちなみに、鈍化したとはいえ、日銀の国債保有比率（次頁図表1）は今年6月末時点で40%超（437兆円）を記録。主たる売り手となってきた国内銀行等（図表1の「預金取扱機関」）のそれは18%台（197兆円）で概ね底打ちとなっており、国債市場の需給ひっ迫状況とともに、量の拡大は技術的に困難化しつつある様子が改めてうかがえる。

以上

¹ 2013年1月22日に発表された共同声明「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」のこと。「日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す」としている。

² 日銀は2016年9月、「量・質的金融緩和」の総括検証を行うと同時に、これまで主眼としてきた年間80兆円増という国債保有残高の年間増加ペース（＝量）の優先順位を下げ、代わりにイールドカーブ・コントロール（＝金利）の導入を決定し、「量から金利へ」の政策枠組みの修正を行っている。これによって、国債購入は10年国債利回りを0%程度に維持する為の「手段」へ格下げされ、日銀の国債保有残高増加ペースはその後徐々に鈍化することとなった。

図表 1: 日本国債の保有者別シェア (%)



(出所) 日本銀行「2017年第2四半期の資金循環(速報)」より

当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、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。