

第359回産業事情検討会（10月23日開催）

迎える“2020年”、そして次をどう読むか

－金融環境の変化と経済見通し－

慶應義塾大学総合政策学部 教授（元日本銀行政策委員会審議委員） 白井さゆり氏

5年間の日本銀行審議委員として「絶えず、中立の立場で」ということを守ってきた。1つの考え方に固執しないで、いろんな考え方をどう見たらよいのか、批判ではなく問題提起していくことが大事なことだ。昨日の選挙結果について、今朝、アメリカとシンガポールの経済放送からインタビューを受けた。1つは「消費税」だ。2019年は経済が減速していく難しい状況やタイミングでの引き上げになるが3回目の先延ばしがないよう安倍総理に確約させていくこと。「財政再建」の論争がなかったが、今の状況が金融緩和の効果の上になり立っていることさえ議論しない。いかに低金利が当たり前になって「副作用」として作用しているかということ。もう1つは海外の投資家はこの選挙結果を「アベノミクスへの信認」ととらえたはずだということ。本来、この経済が良い時にこそ金融緩和の色を少し減らして正常化の方向にもっていかなくてはならない。しかし、アベノミクスに国民がお墨付きを与えたわけだから「正常化」をするのは非常に難しくなった。「大きなツケ」を先送りすることになったということ。これが私のコメントだ。

2012年12月に再任された安倍首相は2%のインフレ目標を掲げていた。選挙で自民党が大勝するということが分かった瞬間、真っ先に動いたのが海外のヘッジファンドで大変な円売りと日本株買いを仕掛けてきた。アベノミクスの円安・株高はヘッジファンドが動く中で始まっていた。2013年1月、麻生副総理・財務大臣と白川総裁が共同声明を出した。日本銀行は2%のインフレ目標の実現を目指して金融緩和をやり、政府は成長に向けた政策をしっかりと取る。そして、中期的に財政再建できるようにする。初めて日本銀行は2%というインフレ目標を提示した。

2013年3月に黒田総裁になって最初の金融政策決定会合で「量的質的金融緩和」を決めて「爆発的」に資産の買い入れを増やした。市場が度肝を抜かれたのが最長40年満期の国債まで買うことにしたことだ。最初の年間50兆円の規模が2014年10月の追加緩和からは80兆円にした。毎年の発行規模が財投債を含めて40兆円ぐらいだから、銀行と生命保険と年金基金から買い取らないと80兆円はさばけない。ETFを通した株も大量に買った。これが黒田日銀の政策だ。

金融政策の性格が大きく変わったのが私が反対した昨年1月のマイナス金利の導入だ。そもそも「資産買い入れ」と「マイナス金利」とは矛盾している。銀行の預金は6~8%で伸びているのに貸し出しは3%しか伸びない。その差を国債の運用で埋めている。それを日本銀行が買い取ってしまったら銀行経営は成り立たない。そこを説得するために、銀行は国債を売ったお金を日銀の当座預金に預け、日銀はその預金にプラス0.1%の金利をつけるというのがシカケだ。ところが、そのシカケを無視して「マイナス」にした。明らかに合理的ではなかったし資産買い入れをもっと難しくしてしまう。しかも、ECBはマイナス金利導入に1年かけて準備してきたのに日本銀行は「サプライズ」だ。この2つの理由で私は猛反対した。

その誤った政策を是正したのが2016年9月の「長短の金利操作」だ。マイナス金利を導入したら10年国債の利回りがマイナスに突っ込んでしまった。利回りがマイナスになってしまうと貯

蓄性保険の採算は全く取れなくなってしまって販売をやめた。MMF 投信も儲からなくなって撤退した。そこで、日本銀行は下がり過ぎたマイナス金利を上げた。表向きは「10年の金利をゼロ%に固定する」ということだが実際は「引き締め」だ。失敗を間接的に認めたことになった。

幸運が巡ってきたのが昨年11月8日。トランプさんが減税とかインフラ投資とか規制緩和をやってくれたら「アメリカ経済はいいよ」となって、急に株式市場は大変な楽観主義に変わっていった。金利も上がりながら株価も上がるという絶好の環境になってFRBは3回も利上げができた。10年金利ゼロの日本との「日米の金利差」が大きく開いた。最初に動いたのがヘッジファンドで、年末までに円安は117円から118円までいった。結果として、日銀の「長短金利操作」が初めて効果を上げることになった。今後、アメリカに良い材料が出てくると金利差はもっと開いてくる。しかし、為替は日本銀行の後押しがなければ100円から105円が適正ではないか。人為的な円ドルレートを基にした株高だということは申し上げなくてはならないだろう。

2017年の世界成長率はIMFの推計で3.6%。輸出入の伸びが4%を超えているので製造業が主導する景気回復が進んでいる。筆頭のユーロ圏全体が2011年の債務危機から復活して2014年からプラス成長になって、いよいよ力をつけてきた。中国は2期目に入る習近平体制が昨年からの財政出動と金融緩和をしてきて今年1月から6月の成長率は対前年比で6.9%と高いものになっている。しかし、大借金が企業に残っているので来年からは企業再編が始まっていくため、今年末からは減速していくものと思う。わが国もオリンピック関係の公共投資と民間投資が推計で10兆円ぐらい出てきた。地政学的には今年ほど北朝鮮のミサイルや核問題が大きくなったことはないが、ほとんど影響はない。原油や産業用メタルなどの価格との関係性が薄いからだ。2017年の経済の好調の最大の背景は原油価格の安定だ。黒田日銀が金融緩和を始めた2013年は1バレル100ドルを超えていた。それが、今、50ドル前後だ。原油価格によるインフレ圧力がないことが世界経済にとって非常に良い条件になっている。

注目すべきは4つだ。1つ目は、アメリカの中央銀行の政策。FRB議長がパウエルさんならば現状を引き継ぎ、テラーさんになればすぐに引き締めになり日米金利差が開くので円安になっていく。2つ目は、トランプさんが保護貿易主義をいよいよ始めそうだ。NAFTAにおける関税・ローカルコンテンツの問題は日本企業にも影響を与える。アメリカが韓国と進めているFTA交渉は日本にも同様の要求が来る可能性がある。3つ目は、トランプさんの10年間で1.5兆ドルの減税公約だ。減税のために、現実には、優遇税制をやめ、所得控除をやめる。それができないと財政赤字は相当厳しくなってアメリカの金利が急騰する可能性がある。4つ目は、英国のEU離脱交渉。来年が重要なヤマ場だが今のところ何の合意にも達していない。このまま期限が来ってしまうと欧州の金融市場が大きな打撃を受け景気全体を冷え込ませることになる。今週26日に理事会を開くECBもいよいよ来年から資産買い入れ額を減らしていく。2020年に向けて世界の3大中銀が正常化に向かっていくといずれにしても金利は上がり株価は下がる。

アベノミクスはやってよかったと思う。ある意味で実験だったかも知れないが「超円高」を改善し「超株安」も改善できた。企業収益を大きく押し上げる背景になったと思う。皆さんのマインドも明るくなった。ただ、「潮時」があったのかなと思う。アベノミクスの本当の意味が明らかになるのは金融緩和が終わった時だ。それまでに政府として必要な規制緩和や成長戦略をしっかりと

りやらなくてはいけない。たとえば日本は電子政府がものすごく遅れている。そういう改革をすすめることで税の無駄な歳出が省けていく。安倍さんがやらなくてはならないことだと思う。