

金融政策「非同期化」が後押す円安

欧米は緩和縮小、日本は消費増税まで緩和継続

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/9/27

安倍首相が早期解散と 19 年 10 月消費税引き上げと使途見直しを表明し、増税後に必ず起こるリセッション（景気後退）に対処すべく日銀は出口を先送り、異次元緩和を長期化せざるを得ない一方で米 FRB や ECB（欧州中銀）など欧米中銀は従来以上に断固とした姿勢で緩和縮小に向かう。かかる金融政策の「非同期化」（デ・シンクロナイズ）が円安トレンドを後押し、ドル/円は 115-120 円レンジへ向かいそうだ。

金融政策「非同期化」にドル/円 115-120 円

ある米系投資家は「安倍首相が早期解散と 19 年 10 月消費税増税を決したことで増税後に必ず起こるリセッションに対処すべく日銀は否応なく異次元緩和を長期にわたり維持せざるを得ず、金融政策『非同期化』（de-synchronized）が円安トレンドを支援する」と予想する。

安倍首相は 25 日、衆院解散・総選挙に踏み切る考えを表明、2019 年 10 月に実施する消費増税分の使途変更を訴えた。子育て支援などで 2 兆円規模の新たな対策を年内に策定し、来年度以降の予算に反映させたい。

「人づくり革命」「生産性革命」を推進する考えを示し、増税の使途変更に伴い 20 年度の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）黒字化先送りを正式に表明した。増税分の一部を借金返済に充てると成長に巨大なブレーキがかかる。教育や社会保障など増税分はワイズスペンディング（賢い支出）に繋げるべきとの主張だ。

結果、「早期解散により日本の財政・金融政策のポリシーミックスがほぼ間違いなく変わる」（同米系投資家）というのだ。それは、日本経済が増税後に必ずリセッションに陥る歴史的ジレンマを抱えていることに起因する。

2014 年 4 月消費税 8% への引き上げ後の景気後退は 1 年以上に及び、翌 15 年 10 月予定の 10% への消費税引き上げは延期、さらに 17 年 4 月の引き上げも延期を余儀なくされた。かくいうそれほど増税に脆弱な日本経済である。

しかも、増税しながらリセッションに陥落、税収が減るという事態が再三再四起きている。確かに財政健全化が遅れ、団塊世代が 75 歳の後期高齢者になる 2025 年に社会保障と財政が危機的状況に至る可能性が高い。もはや中福祉・低負担の社会保障制度は維持不能であり、早晚、全世代が一定の痛みを分かち合う持続可能な社会保障制度への変革は避けられず、そのための PB 黒字化は重要なことは言を

待たない。だが、財政再建を急ぎ景気後退で税収減を招く「角を矯めて牛を殺す」如く政策運営では政治がもたない。

しかも、日銀は 7 月 19-20 日決定会合で 2% 達成時期を従来予想から 1 年遅い「2019 年度ごろ」に先送りしたばかりだ。9 月 26 日公表の 7 月決定会合の議事要旨によれば、2% の物価目標に向けて、複数の政策委員が「失業率や需給ギャップが一段と改善することが重要」と指摘するなど物価上昇が弱い理由について侃々諤々の議論が交わされた。

失業率や需給ギャップについて複数の委員が「バブル期並みの水準には達していない」と指摘、委員の一人は需給ギャップの改善には「政府による需要創出型の構造改革」が必要と主張した。

さらに、ある委員は「サービス業では米国企業と生産性で格差があり、日本企業は賃金や価格引き上げにくい」と主張。一部の委員は金融仲介機能の低下など緩和の副作用を指摘したが、会合では引き続き景気刺激が必要との声が大勢を占めた。

つまり、日銀は政府による需要創出型の構造改革と景気刺激の必要性を声高にしつつ 2% 目標達成を 19 年度に先送りした。ところが、安倍首相はその 19 年 10 月消費税引き上げ断行を宣言した。

使途見直しは、日銀がいう需要創造型の構造改革といえ、政府・日銀アコード強化という点において日銀は異次元緩和を長期にわたり維持せざるを得なくなった。

そこに当然起こり得るのが、従来以上に断固とした姿勢で緩和縮小に向かう米 FRB や ECB など欧米中銀と日銀の金融政策「非同期化」（de-synchronized）であり、これが円安トレンドを後押しすることになる。

「財政緊縮+金融緩和+通貨安」の政策ミックス

一方、在 NY 金融筋は、「近くオバマケア改廃法案が成立し、政府の減税法案が審議入りとなれば、年内の財政拡張への期待が盛り上がり米 FRB の 12 月利上げを後押しドル高トレンドがより鮮明となる」と予見する。

9 月 20 日の米 FOMC で年内追加利上げに 16 人中 12 人のメンバーが賛成、前回 6 月の 8 人から 4 人増えた一方、4 人が年内利上げ「必要なし」とした。年内追加利上げの可能性が示唆されて FF 金利先物における 12 月利上げ期待値が前日の 53% から 65.5% へ跳ね上がり、ドル/円は 112.53 円へと円安が進んだ。

イエレン FRB 議長は会見で、「低インフレが広範

な経済の状況を反映したものではなく、循環的な項目との関連が見られない」とし、「一時的な項目が要因でいずれ 2%目標に向けて上昇、安定する」との判断を示した。

さらに、同議長は 10 月にバランスシート正常化プログラム開始を表明、その理由として、1)経済はもはや刺激策を必要としない、2)労働市場や経済は著しく回復、3)米国経済のパフォーマンスが良好である一等の諸点を挙げた。

金融危機（2008 年）以降の日米欧（日銀、FRB、ECB）の量的緩和で拡大してきたバランスシート規模は総計約 14 兆ドル（約 1570 兆円）と巨額であり続ける。だが、いち早く米 FRB は量的緩和の縮小を、慎重かつ緩やかなペースで実施していく見込みだ。

なお、FOMC 声明は、「労働市場は引き続き強まっており、経済活動も緩やかに拡大している」とし、ハリケーンの影響については「7-9 月期 GDP 成長を抑制するものの、リスクは概ね均衡しており中期的な軌道の変更はない」との見方を示した。

Dots で来年 3 回の利上げが示唆されたが、FF 金利先物の 2018 年利上げ期待値は 0.31%（前日 0.28%）と年 1 回見通しに過ぎず、市場と FRB の乖離が目立つが、それでも日銀の 19 年 10 月増税後

をにらむ異次元緩和の長期化とは雲泥の差がある。

安倍首相の解散表明から数時間後、北朝鮮外相が「米宣戦布告と見なし、領空外での米機も攻撃対象」と発言し、偶発的な米朝軍事衝突リスクが高まり 25 日の米ダウ平均は一時 130 ドル安へと急落、ドル/円は 111 円台へと円高が再燃した。

だが、北朝鮮を巡る地政学リスクが重石となるものの、すでに昨年末の 118 円から 9 月 8 日 107 円前半で円高トレンドは終焉した。そして今後は、「欧米中銀との金融政策『非同期化』がドル/円 115-120 円レンジへの円安を後押す」（同米系投資家）とされる。

むしろ、そこにはマサチューセッツ・アベニューモデルにある政策の日米「非同期化」がある。米国は今後、トランプ減税による税制改革やインフラ投資など財政拡張に向かい、米 FRB は金融「正常化」利上げに向かう。これはマサチューセッツ・アベニューモデル 3 番目の「積極財政+金融引締め+通貨高」の政策ミックスに他ならない。

一方の日本は 19 年 10 月消費税引き上げで同モデル 2 番目の「財政緊縮+金融緩和+通貨安」のポリシーミックスを志向せざるを得ない。しかも、2019 年 10 月の増税の使途見直しで PB 黒字化を先送りすれば長期金利に上昇圧力がかかる。日銀はそこまで長期金利ペッグを続けざるを得ないかも知れない。



マサチューセッツ・アベニューのポリシーミックス			
	財政政策	金融政策	通貨政策
1	緊縮	引き締め	通貨高
2	緊縮	緩和	通貨安
3	積極	引き締め	通貨高
4	積極	緩和	通貨安
5	緊縮	引き締め	通貨安
6	緊縮	緩和	通貨高
7	積極	引き締め	通貨安
8	積極	緩和	通貨高

お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。