

世界は低金利の罠に陥ったか

門 間 一 夫

ただいま御紹介いただきました、みずほ総研の
門間でございます。

今日は、「世界は低金利の罠に陥ったか」というタイトルの掲げておりますが、結論としては、陥っています。答えは見えてしまっているので、前半は世界経済、日本経済の話を中心にお話し、後半で金利を巡る話題を取り上げたいと思います。全体の中で、ここは聞けてよかったという話が部分的にでもあれば、大変うれしく思います。

一、世界全体の経済情勢

(世界経済は減速傾向)

最初に、世界経済の状況からご説明したいと思います(図表1)。

今、世界経済は同時減速と言われています。我々の予測では、二〇一九年は、二〇一八年の四・〇%からかなり下落して前年比三・四%です。二〇二〇年が、三・三%なので、二〇一九年から二〇二〇年にかけてほぼ横ばいの成長率とい

図表 1

暦年	(前年比、%)					(前年比、%)		(ポイント)	
	2016年	2017年	2018年	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2019年	2020年	2019年 (6月予測との比較)	2020年
予測対象地域計	3.5	4.0	4.0	3.4	3.3	3.5	3.4	▲ 0.1	▲ 0.1
日米ユーロ圏	1.6	2.3	2.2	1.7	1.2	1.7	1.3	—	▲ 0.1
米国	1.6	2.4	2.9	2.4	1.6	2.4	1.8	—	▲ 0.2
ユーロ圏	1.9	2.5	1.9	1.2	1.1	1.2	1.1	—	—
英国	1.8	1.8	1.4	1.3	0.9	1.3	0.9	—	—
日本	0.6	1.9	0.8	0.9	0.0	1.0	0.0	▲ 0.1	—
アジア	6.4	6.2	6.2	5.5	5.5	5.7	5.7	▲ 0.2	▲ 0.2
中国	6.7	6.8	6.6	6.2	5.9	6.2	6.0	—	▲ 0.1
NIEs	2.4	3.2	2.8	1.8	1.5	1.8	1.6	—	▲ 0.1
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.9	4.8	4.9	4.8	—	—
インド	8.7	6.9	7.4	6.0	6.6	6.9	7.1	▲ 0.9	▲ 0.5
オーストラリア	2.8	2.5	2.7	2.0	1.9	2.1	2.0	▲ 0.1	▲ 0.1
ブラジル	▲ 3.3	1.1	1.1	0.8	1.9	0.8	1.9	—	—
メキシコ	2.9	2.1	2.0	0.6	1.2	0.6	1.2	—	—
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.0	1.8	1.0	1.8	—	—
日本 (年度)	0.9	1.9	0.7	0.6	0.3	0.7	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1
原油価格 (WTI\$/bbl)	43	51	65	56	57	56	57	—	—

うイメージです。

二〇一七年も二〇一八年も、最近では一番高い四・〇%なのですが、経済の数字を一年単位で見るときの罨があつて、一年の中で上下するニュアンスが出てこないのです。二〇一七年は上り坂の四・〇%、二〇一八年は下り坂の四・〇%です。つまり、風向きとしては、二〇一八年から相当な勢いで減速が始まつて、むしろ足下は減速局面が底を打つたのではないかというのが最近の大方の見方です。我々も一応そのシナリオと同じです。底は打ちますが、ここからの急回復も考えにくいので、横ばいの数字になっています。

(世界経済のリスク)

世界経済には、いろいろなリスクがあります。最近、特にマーケット関係者が少し和らいだと思つてゐるのは米中間題です。一二月中ぐらい

には米中の第一段階の合意ができるのではないかというのがマーケットコンセンサスになっていきます。恐らくできると思います。ただし、それは貿易をめぐるごく一部のデールです。もっと根の深いファーウェイ問題や、それを含んだ技術覇権、安全保障、中国の国有企業の問題などは、来年も再来年も続き、人によっては一〇年、二〇年単位ですつとリスクとして残っていくと言っています。したがって、第一段階の合意ができたからといって、そこで世界経済の不透明感が払拭されて、設備投資が積極的に行われるという展開にはなりません。いろいろなリスクがあるので、二〇二〇年も慎重に見ていますが、一応最悪期は脱しつつあるのではないかというのが大方の見方です。

(世界経済は製造業を中心に減速)

先ほど二〇一八年から減速が始まったと言いましたが、ほとんどのエコノミストが二言目には米中問題による減速だと言います。日銀も、IMFも同じように言っています。

確かに米中問題はありますが、それは物語の一部であって、基本的には製造業のサイクルによるものと考えています。今の世界経済を動かしているのは、ほぼ製造業です。製造業のPMI(購買担当者景気指数)という指数を見ると、二〇一六年の後半から二〇一七年にかけてすごい勢いで上昇しています。その反動で、ある程度の減速が二〇一八年以降起きたわけです。

したがって、今、米中問題の第一段階が片付こうとしています。それがなくても、製造業のサイクルとして、そろそろ底入れでもおかしくない状況なのです。また、不確実性に伴って投資が抑

えられているとか、関税が上がって貿易が停滞しているとも言われていますが、それは製造業の大きなサイクルからすると、中に紛れてしまつてわからないぐらいの要因だと私は理解しています。

二〇一六年後半から始まつたこのアップダウンを形づくっているのは半導体と自動車です。したがつて、半導体と自動車が本当に底を打つて、この後上がつていくのかが、大きなポイントになるのですが、二〇一七年のような大きなアップスイングにはならないと思っています。

二、主要国の経済情勢

(1) アメリカの経済情勢

(実質GDPは潜在成長率並み)

製造業が減速している一方で、非製造業が持ちこたえているのが、世界全体が景気後退までには

至っていない基本的な背景です。

特にアメリカが典型的です。アメリカは製造業のウエートが雇用ベースで見れば一割もありませんから、非製造業がしっかりしている限りアメリカ経済は崩れないのです。GDPも、二%ぐらいはずっとキープしています。今、二%前後がアメリカの潜在成長率ですから、実力相応あるいはそれ以上の走りをずっと続けています。この間、米中問題があつてもあまり減速していないのが、アメリカの実態です。あるいは、減速していても、それは高過ぎたところからの減速であつて、今ぐらゐのスピードが遅過ぎるわけではないという状況です。

アメリカのISM製造業景況指数をみても、製造業は上昇後、低下していますが、非製造業は意外に高い水準で持ちこたえています。これは実は日本も欧州も同じです。今、世界中がこのよう

な感じになっています。

(イールドカーブからみた景気後退確率)

この夏に、アメリカでイールドカーブが逆転する、つまり、長期金利が大きく下がり短期金利を下回る現象が起こったため、アメリカも景気後退になるのではないかという議論が、随分話題になったことがあります。これに関連し、ニューヨーク連銀が、イールドカーブから機械的に計算した一年後の景気後退確率を出しています。これによると、来年の二〇二〇年夏には約四割に近い確率で景気後退に陥るとしています。多くのエコノミストも自前でいろいろ計算して、来年はリセットションだと言っていました。

ただ、私はそのころから疑問に思っていて、これはまさに今日のテーマですが、もし低金利の罠に陥っているとすれば、長期金利は、そもそも景

気と関係なく下がっているのではないかということとです。その一つの要因は、日銀をはじめ、世界の中央銀行が国債を大量に買っていることです。そのほかにも、景気とは関係ないさまざまな構造的要因によって、長期金利が低くなっているとすると、イールドカーブが逆転したから景気後退になるというフォーミュラは当てはまらなくなっている可能性が高いのです。

したがって、恐らくアメリカはリセットションにはならないと思います。この二、三週間をみると、イールドカーブの逆転が解消して長期金利が上がり始めていますので、やはりこれでリセットションはないという雰囲気には、マーケットはなっています。

(失業率と雇用)

アメリカの非製造業が持ちこたえている理由と

して、よく言われるのが雇用です。今はふえ方が減速してきていますが、月間一五万人ぐらいのペースは維持しています。アメリカでは、月間一〇万人ぐらいを維持できれば失業率は高まらないと言われていますので、雇用環境はほとんど心配がありません。逆に言うと、仮に今の仕事をクビになっても、すぐに次が見つかるという自信があるため、消費が落ちずにアメリカ経済は順調なわけです。

現に、直近の失業率三・六%という数字は、アポロ一一号が行った一九六九年以来、五十年ぶりの低水準です。Fedでは完全雇用を失業率四・二%ぐらいとしていますので、完全雇用を突破するほどの低い失業率です。

ですから製造業が相当減速しても景気後退にはなりません。しかも、その製造業も、底を打ってきているとみられます。また、二〇二〇年は大統

領選挙の年ですので、景気後退にはならないという感覚が、このところマーケットでも大分強まってきているという印象です。

(Fedの予防的利下げの動機付け)

アメリカの中央銀行としての唯一の問題はインフレです。今、世界中の中央銀行が二%を目標に政策を運営しています。二〇一二年にPCE(個人消費支出)デフレーター・コアが、一瞬だけ二%を超えたときに、前議長のバーナンキさんが二%を正式に目標に設定しましたが、皮肉なことに、そこからほとんど二%に届いていません。二〇一八年に、ごく一瞬だけ二%に絡みましたが、その後、また落ちて、足下は一・七%、一・八%というレベルで推移しています。

我々から見れば、一・七%、一・八%というのはほとんど誤差の範囲です。しかも、この間、少

なくとも一・五%ぐらいはキープできているので、二%ターゲットにしてからの七年間、四捨五入すれば、大体二%は達成できてきたと思えます。

私は調査統計局に随分長くいたので、データは誤差が大きいものだということはわかっています。例えば、CPIの〇・五%ぐらいは誤差の範囲という感じです。それからすると、アメリカは二%を達成してきたと言えると思いますが、達成していないというのがFedの議論です。単に一・七%だから達成していないというのではなくて、五人ばかりで四捨がないというのが彼らの心配事なのです。つまり、二%を中心に上下に振れて平均で大体二%ならいいけれど、わずかとはいえ二%を下回る方向で外れ続けているのが気に入らないわけです。

最近、Fedは、二%ターゲットのことをシン

メトリック二%ターゲットと言っています。シンメトリックというところに非常に重きを置いてコミュニケーションをしています。つまり、上下対称に二%にならないと満足できないということですから、なぜかという点、少しとはいえ、二%を下回る状態が続いているうちに、次第に人々の中長期的な期待インフレが下がり、日本のようにゼロが普通という国になってしまうことを非常に恐れているのです。ほとんど二%を達成できているのに、ある種の恐怖心から、緩和的に金融政策を運営していこうという気持ちがとても強いという状況です。実際に五年先の期待インフレを見ると、確かに下がってきてはいるので、Fedとしては少し心配なのだと思えますが、そもそも二%インフレを本当に続けなければいけないのかは、もっとビッグクエスチョンですので、これについては後で触れるかもしれません。

(今後の利下げ余地)

アメリカは、今年、七月、九月、一〇月と三回利下げをしました。理由の一つ目は、米中問題などで不確実性が高かったためです。二つ目は、非製造業はしっかりしているものの、さすがに製造業は減速したためです。三つ目は、シンメトリックな二%インフレが達成できていないので、それが確保できるようにしっかりと金融政策で下支えしていききたいという戦略からです。

一〇月末の利下げで、ここからは様子を見ますよというコミュニケーションになつてきたので、多分ここからしばらく利下げはないだろうというところで、マーケットは、今度の一二月のFOMCでの利下げは織り込んでいませんし、来年も、あつたとしても一回ぐらいと捉えています。

また、インフレが二%に達していないのが気に入らないとすると、世界経済が少し持ち直して

も、金利を上げる方向にはまずならないだろうし、もしかすると、もう少し保険を掛けたいとして、さらに利下げをすることもあり得なくはないです。結局、二%インフレに達していないことに相当引きずられてFedの判断がなされていると私には見えます。

(レバレッジド・ローン残高)

もう一つ、Fedが若干気にしているのが、アメリカの企業債務の増大です。特にその中でもクオリティーが余り高くないレバレッジド・ローンが、このところ随分ふえてきています。この債務問題は、去年ぐらいから世界的に相当問題になっています。バンク・オブ・イングランドでは、特にCLO(ローン担保証券)というレバレッジド・ローンを証券化した商品を誰が持っているのかを分類しています。日本の銀行の一部でかなり

持っているところがあつて、そこは名指しで批判されたりもしましたが、足下はちよつと沈静化してきている状況です。

(米国の金融面のリスク)

F e d は去年の一月から金融安定レポート (Financial Stability Report) を年に二回出すようになりました。日銀が四月と一〇月に出している金融システムレポートのようなものです。そこでは企業債務のクオリティーには注意が必要だと言つていますが、そのために今の低金利を修正する必要があると考へているかという、そうではないです。それはそれ、これはこれという話なのです。

なぜかという、今のマーケットは、過熱感がはつきりしてくると、それなりにブレイキがかかるようになってきているからです。リーマンショック

後の金融規制改革で規制自体も変わりましたが、リスクテイクをめぐる環境や文化のようなものも相当変わってきて、当局がダメという感じになってくると、リスクはとれないというのが割と自然に伝わるようになっていきます。

したがつて、E C B (欧州中央銀行) や B O E、日銀などが、C L O は心配だ、心配だと言うと、C L O 市場が途端におとなしくなるというメカニズムによつて、マーケットはやや落ちついてきています。

要は、金融システムの問題は、規制や監督、それに関連するコミュニケーションでしっかりと抑えることができるので、金融政策で金利を上げる必要はないというのが、今の F e d の基本スタンスです。

最近の中央銀行は、金利はあくまでも物価の安定のために使い、企業債務や金融システムの問題

はあくまでも規制・監督・コミュニケーションで対処するという分離主義 (separation principle) を、かなり明確に言うようになっています。

ちなみに、それを最も強く言っているのは日銀で、黒田総裁の記者会見を御覧になればおわかりになりますが、「バブルは心配ではないですか」ということを聞かれると、「心配な部分がないわけではないが、そこは必要があれば金融庁がやるでしょう」という感じなので、日銀が金利を上げてそれをとめるという話にはなりません。したがって、インフレにならない限りは基本的に金利は上がらないという政策思想になっています。

(企業債務増加の影響)

アメリカ経済は、今はそれほど不均衡が拡大しているわけではないと思っています。確かに企業の債務はふえています、アメリカの企業は債務

をM&Aや自社株買い、既存の債務の返済に使っていて、実物面での投資が過剰になっていくようなことが起きているようにには私には見えないのです。

債務の大きさ自体が、GDP比でリーマンショックの前を超えたというところで危機をおおるような報道が時々あります。確かに、過去一五年間の推移だけを切り取って見るとそう見えますが、過去六〇年間で見ると、GDP対比の債務には経済発展に伴う上方トレンドがあり、今の企業債務もそのトレンドの範囲での動きです。

設備投資と住宅投資のGDP比を見ると、もっと顕著です。リーマンショックの後、すごく減ってしまったこれらの投資が、ようやく八〇年代以降の平均まで戻ってきたというのが今の状況です。少なくとも過剰投資が問題になっているような状況には全く見えません。

したがって、今、アメリカ経済は、景気拡大期として史上最長の一年目になっていますが、世界経済が少し持ち直すという見通しが大きく外れない限り、なおしばらく景気拡大を続ける可能性がありますが。緩やかですけれども、景気拡大が途切れないという比較的良好なバランスになっている可能性が高いのではないかと思っています。

(2) ユーロ圏の経済情勢

(製造業の弱さが鮮明)

今、ヨーロッパは世界中で一番リセッションリスクが高いと言われていますが、それも基本は製造業が悪いということで、非製造業、サービス業は意外としつかりしています。

ただ、ヨーロッパも悩みは同じで、インフレ率が低いのです。ヨーロッパの悩みはアメリカよりも少し深く、二〇一三年ぐらいから過去七年ぐ

らい、ほぼ一%にアンカーされている感じで、動いても、せいぜい〇・二%か〇・三%ぐらいの状況が続いています。人々は一%インフレが当たり前だと思いはじめているので、私の見立てでは、ヨーロッパは二%インフレを実現するのはほぼ絶望的だと思います。少なくとも一年、二年という単位で実現できるものではないと思います。

(ユーロ圏の金融政策)

ヨーロッパは、アメリカ以上に日本化をすごく心配しています。この春にヨーロッパに行きましたが、そのときジャパニフィケーションという言葉は何度聞いたかという感じでした。とにかく日本化を避けたいという感じが強く、この一〇月で退任されたECB前総裁のドラギさんが、その直前の九月に比較的大きな金融緩和政策を打ったわけです。ECBの中でも意見が相当割れていました

が、強引に押し切りました。その後も相当波紋を呼んでいます。マイナス金利〇・四％を〇・五％に下げました。日本はマイナス〇・一％ですから、その五倍の〇・五％で、しかも、二％にインフレ率が実際に近づいていくまではそれを続けるというフォワードガイダンスも入れています。ヨーロッパでは半永久的にマイナス金利が続くと考えてしまうようなことが起きていると私には見えます。

ですから、今度新しく総裁になったラガルドさんは、二％近くなるまで金利を据え置くという約束事も含めて、それがいいのかどうかという検証を、どこかで迫られると思います。来年、ECBは戦略レビューというのをやることになっているので、その中で二％インフレやマイナス金利継続について必ず議論が出てくると思います。

(3) 中国の経済情勢

(減速する中国経済)

中国経済については、皆さん減速を心配されています。その要因は米中問題による影響とお考えかもしれませんが、それは一部にすぎません。中国では、二〇一八年の頭ぐらいから、シャドウ・バンキングや企業の過剰債務などの金融面の不均衡を是正するために、明確に政策のかじを切りました。もともと二〇一八年は、中国政府の意志によって減速を実現すべき年だったので。それを始めたところに米中問題が起こり、思った以上に減速が強くなるのではないかと懸念から、足下、景気対策を実施しています。

また、二〇一八年には自動車の販売台数が前年比マイナスになっていますが、これは二〇一六年、二〇一七年が非常に好調だったことの反動です。さらに自動車の販売台数については、EVの

普及を後押しするために中国政府が相当つけていた補助金が、二〇一八年に停止されたということもあります。これらの影響は徐々に薄らいでいきますので、自動車の販売台数は、多分もう少しで前年比ゼロ近辺まで回復していくと思います。

(増大する企業債務)

今、中国で一番の政策命題となっているのが、増大する企業債務です。企業債務の対GDP比が中国では一五〇%近くになっています。かつて二〇%を超えた日本やスペインは、その後、バブルの崩壊で深い調整を迫られています。そのため、調整を余り深くしないでソフトランディングさせようということで、一方では景気対策をやりながら、この調整を進めていく部分は岩盤だというスタンスになっています。

これからの中国経済は、二〇一四～二〇一五年

ぐらいまでのように世界経済のエンジンになるということはなく、減速する方向であることは間違いないです。どこまで減速するのは議論がありますが、世界経済や中国経済自身に大きな混乱をもたらさないで減速できるかがディフェンスラインです。中国のエコノミストも、世界経済の回復を中国に期待している人たちがたくさんいるけれども、それはやめてほしいと言っています。たので、それは本音なのでしょう。中国自身は、もう世界経済の牽引者となるような力強い回復を起こすつもりは全くありません。減速をいかに秩序ある形でやるか、これが政策命題だということを前提に、これからは中国を考えていかなければいけないと思います。

三、日本の経済情勢

(景気の牽引役は設備投資)

さて、日本ですが、世界経済がこのような状況ですから、当然ですが、鉱工業生産、輸出、製造業関係の指標は二〇一八年の途中からずっと悪いです。足下、輸出が持ち直したかのような感じにも見えますが、これはまだ本物かどうかわかりません。この後、もう一回下がるかもしれません。昨日の機械受注を見ても外需は弱いので、これはまだフォールス・ドーンじゃないかと思えます。

今の日本の景気拡大局面は、ボトムが二〇一二年一月です。安倍さんが総理大臣になられたのが二〇一二年二月ですが、ほぼそのときに今の景気拡大が始まったわけです。そこでの最大の牽引役は、実は設備投資です。輸出ではありません

ん。輸出は、二〇一六年、二〇一七年に少しいい局面がありました。全体として見れば、設備投資が圧倒的に引っ張っていました。

設備投資がいいのは、企業収益がいいことはもちろんですが、特に都心の不動産の状況が非常にいいためでもあります。あちこちで都市再開発が行われていて、タワーマンションや商業ビルの建設が続いています。東京オリンピックの後も、二〇二二年、二〇二三年に竣工するビルがたくさんあります。日銀の近くの大手町には三九〇メートルの高さ日本一のビルができますが、二〇二七年の竣工予定なので、まだまだ二〇二〇年代を通じて相当な需要があるということです。

それに加えて、人手不足が今回の景気局面では顕著なので、合理化投資、例えばIOTを使って工場を合理化したり、非製造業や事務セクターでもいろいろなソフトウェアを入れかえたりして合

理化していく動きが非常に盛んです。

このように設備投資が結構底堅いというのが、実は日銀が一番自信を持っているところで、ここまで追加緩和をしていない一つの理由になっています。

若干心配なのは、日本では設備投資の名目GDP比がアメリカとは違って過去の景気のピークを超えてしまっていることです。これは典型的な設備投資過剰のサインです。人手不足対応などもあるのですが、今回だけは違う、と言えなくもないのです。そこまで強く言えるかどうかは、なかなか微妙なところです。確かにそれなりに底堅いかもありませんが、ここからさらなる伸びしろが期待できるといふ状況ではないと思っています。

(労働市場の微妙な変化)

雇用状況がいいので、人手不足対応の設備投資

にもつながっていますし、個人消費もぎりぎり支えられてきていますが、足下で、微妙な変化が見られます。特に有効求人倍率が、今年の春ぐらいは一・六三倍ぐらいいったのが直近では一・五七倍に下がっています。それでも、一九七〇年代ぐらいの高いレベルですが、二〇一〇年からの上昇の中で初めて目に見える下落で、このままスーッと落ちていくとリセッションになってしまいます。ここで持ちこたえられるかどうかというところですが、これまでの労働需給のひっ迫に比べれば若干の緩みが出てきているのは確かなので、少し気になります。

(委縮する個人消費)

その点が表れているかもしれないのが、家計所得と個人消費です。二〇一八年は、雇用者数も賃金も非常に高い伸びで、雇用者数に賃金を掛けて

算出する家計所得は前年比三・〇%もふえていますが。二〇一二年以前の約一五年間は、賃金が減るのが当たり前だったので、二〇一二年以降、何年間もふえ続けていること自体が日本的には奇跡的なことといえます。それに加えて雇用者数もすこく伸びています。これは女性や高齢者が働きに出ているからです。前年比三・〇%の伸びは、一九九二年以来二六年ぶりの高い伸びですから、ここまでは家計にも景気が波及してきました。

ただ、これだけ所得がふえても、将来不安などから、消費につながらないのが今の日本の最大の問題ですが、今年に入ってから、その家計所得の伸びも大分鈍化してきています。今年の夏のボーナスは減少しましたし、冬も恐らく減少するというレポートを、昨日、みずほ総研が出しました。

消費税が上がって、一二月にもらうボーナスも

前年に比べると低くなってきます。しかも、雇用者数も前年ほどはふえなくなっているから、これから半年ぐらい、個人消費は少し心配です。

その感じが出ているのが消費者マインドで、どの指標を見ても、消費者は今年の初めから先々のことを心配し始めているのがわかります。

日銀の「生活意識に関するアンケート調査」でも、一年後の景況感を聞いた指数が、前回の消費税引き上げ時よりも既に悪くなっています。今の個人消費を取り巻く環境は、少なくとも消費者の主観的な判断としては非常に弱いということですから。

世界経済が回復していけばいいのですが、恐らく一〇〜一二月のGDPもマイナスでしょうから、個人消費がますます萎縮すると、一〇〜一二月、一〜三月は景気後退のピンチもなくなはないと思っっています。

四、日本の物価問題

(上がらない日本の物価)

最後に日本の物価ですが、これは景気とは関係なく上がりません。非常に明快だと思います。日銀は消費者物価指数(除く生鮮食品・エネルギー)前年比二%を目指していますが、これは全く無理な話です。前年比一%に達したのも、過去二四年間で二回しかありません。しかも、ほんのわずかの期間しか達していません。

また、二回のうちの一回は二〇〇八年で、このときは世界的な食料価格の大高騰が起きて、日本でも、そば、ラーメン、パン、お好み焼き等、小麦粉を使うものは全て上がりました。そういう状況のときに、ようやく一%に達しました。

もう一回は二〇一五年で、円相場が二〇一二年

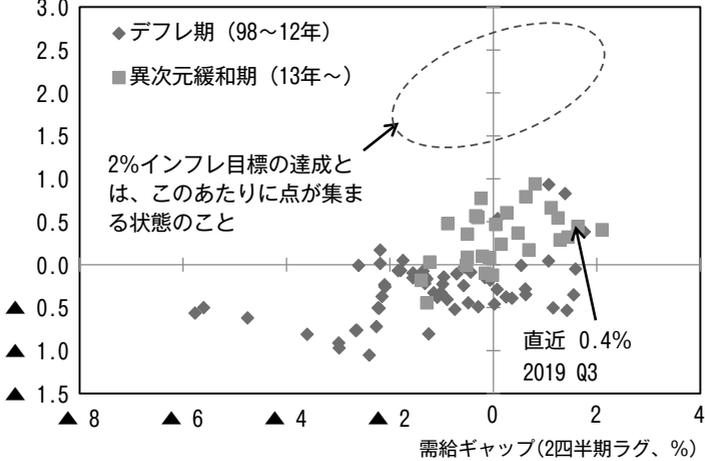
の八〇円割れから、一ドル＝一二五円に達した年です。そのときにようやく一%に達しています。

ですから、異常事態のときに、警報のように鳴るサインである一%インフレが日本のインフレの特徴なので、二%は最初からあり得ないのです。

もっと明確なのは、フィリップス曲線です(図表2)。横軸が需給ギャップ、縦軸が消費者物価で、右に行くほど景気がいいということです。日銀は、需給ギャップがプラスであれば物価は次第に上のほうに上がっていくだろうと言っています。が、実際には、異次元緩和期とデフレ期一五年間の点の位置は余り変わっていません。ただ、全体として景気がよくなっている分だけ右にありますし、緩やかな物価上昇が続いていますから、少し上には来ているのですが、日銀が本当に目指している精円(点線)からは、全部大きく外れたままです。直近で〇・四%ですから、これから五年ぐ

図表2 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）
（前年比%）



らいたつても、楢円にたくさん点が入るという状況はとても想定できないわけです。二%は、ECBですら絶望的だという意見を申し上げましたけれども、日銀の場合には最初から箸にも棒にもかからない状態なわけです。

（日銀が維持したいモメンタム）

日銀も最近そのことは自覚してきていて、内心は二%を諦めていると思われる節が多々あります。ヨーロッパは二%を諦めずに、二%に近いところまでマイナス金利を続けるという無理なコミットメントをしているのですが、日銀は内心諦めてしまっているので、二%になるまでというコミットメントはしていないのです。

今、日銀がディフェンスラインとしているのは、二%にいくモメンタムを維持したいということです。モメンタムは、「勢い」という意味でと

らえられており、新聞の記事でも「モメンタム（勢い）」と書いてある記事が多いですが、それは全く間違いで、日銀はそのような意味では使っていません。展望レポートで、いずれ二%に達しますと書けるぎりぎりの条件ぐらいの感じですよ。

需給ギャップが一応プラス圏にあつて、為替も安定しているので、いずれ二%に達しますというお話はつくれるわけです。現実はもちろんそれとは違うのですが、お話すらくれなくなつてしまふという状態を避けたいと考えているわけで、それがモメンタムなのです。例えば需給ギャップがマイナスになったり、円相場が一〇〇円あたりまで円高になつてしまふと、さすがにお話としても二%になるとは言えなくなつてしまいますので、そうならないようにしたいというのが、今の日銀の状況です。

しかし、モメンタムが失われたとしても、その

とき日銀がやれることは限られています。資産買入れは難しいし、マネタリーベースの拡大もダメ、長期金利ももう下げたくないのので、短期金利のマイナス〇・一%を少し下げるといふ、マイナス金利の深掘り以外にオプションはありません。

（日銀の追加緩和策）

日銀は、一〇年物国債の利回りは〇%程度、できればプラス圏にしておきたいというのが基本的な考え方です。特に二〇年、三〇年債の金利に対しては、下がってほしくないという情報発信を非常に強く行っています。

長期国債をたくさん買えば長期金利は下がつてしまいまから、日銀は長期国債をもう大量には買っていません。買い入れペースの目安は年率八〇兆円と言っていますが、実際に買っているのは二〇兆円ぐらいで、このぐらいは買い続けても長

期金利が下がらないよう祈っている状況です。

マネタリーベースは、国債の買い入れでほぼ決まりますから、国債を買わなければ、マネタリーベースもふやせません。前年比で見ると、今は、大体三%ぐらいの増加です。多分これをゼロにしないで何とかプラス圏を維持できればいいというのが今の日銀の心境なので、やれることは、マイナス金利の深掘りしかないということです。

ただ、それも本当はしたくないのです。なぜかというと、金融機関からさんざん文句を言われるし、消費者マインドにも悪影響が出る可能性があるかわけではないからです。さらに言うと、メディアの批判記事が必ずふえます。加えて、二〇一六年一月にマイナス金利を実施した後、円相場がむしろ円高になって、その後、株も下がったという苦い経験もありますから、やりたくないわけです。

ただし、本当に円相場が一〇五円、一〇〇円となった場合には、ダメかもしれないけれども、もしかすると相場の反転に効くかもしれないという祈りを込めた緩和をやる可能性はあると思います。

その際、日銀としては、なるべく副作用が起きないように全力を尽くすでしょう。例えば、今、三層構造になっている準備預金のプラス部分をふやしたり、二〇年、三〇年の長期債利回りは明確にフロアを入れて下げないようにするなど、何とか副作用を最小限にしようと思えますが、それでもリスクがあるので、そう簡単には踏み切れないということだと思います。

五、金利を下げることで自体の意味

(物価目標へのこだわり)

次に、中央銀行がインフレを高めるために金利を下げることで自体の意味について、お話ししたいと思います。

今、中央銀行が一番気にしているのは、インフレ目標を下回る物価です。そのために、中央銀行としては持てる手を全部打っています。短期金利を引き下げると同時に、フォワードガイダンスで将来の短期金利に対する予想も下げ、国債買入れでリスク・プレミアムも下げて、国債利回りをなるべく下げるといったり方を続けています。米国自身はそこまでやっていませんが、ヨーロッパや日本で長期金利をマイナス領域まで押し下げているので、資金が米国に流れて米国の長期金利にも

低下圧力がかかっているのです。

その心は、国債利回りが下がって、景気がよくなり、インフレが上がるという効果を狙っているわけです。こうした効果が本当にあるかどうか、今まさに問われています。これは実は重大な問いなのです。というのは、もし効果がないとすると、インフレが上がらないから低金利をさらに続けようという話になり、永遠のマイナス金利になってしまうからです。

さらに悲観的に見れば、逆効果になっている可能性すら否定できません。つまり、低金利を長く続けられ続けるほど、実はインフレがますます上がりにくくなる、というメカニズムが働いている可能性です。その場合、これは完全な無限ループになってしまうのです。

(低金利政策の長期化に伴う副作用)

金融緩和の副作用は、いろいろ考えられますが、普通よく言われる副作用はバブルの発生です。日銀は最近、「金融システムレポート」で金融ギャップという、数値がプラスになるほど金融が緩和しすぎていることを示すインディケータを計算しています。これにより、日銀は、かつてのバブル期ほどではありませんが、近年にはなかつたような金融緩和状況が結構長く続いていることを認識しています。

さらに、「GDP at Risk」という分析で、最近(二〇一九年四月～六月)の「金融環境」のもとでは、これもバブル期ほどではありませんが、三年後の経済を大きく下押しするリスクがあるということも認識しています。

ただ、実はここが肝で、正確な言葉遣いとして、日銀は、今の「金融環境」にリスクがあると

言っていて、日銀の「金融政策」にリスクがあるとは一言も言っていないのです。金融環境とは、例えば金融機関の貸出し姿勢などを意味していますので、そこに問題があるなら規制や監督などで金融庁が適切に是正すべきだ、ということの意味するわけです。このレポートのどこを読んでも、一言も「金融政策」が緩和し過ぎているとは書いてなくて、単に金融環境が緩和し過ぎていると書いてあるだけなのです。それはつまり、金融機関のビヘイビアに対して警告を発しているのであつて、日銀自らの政策にリスクがあるという評価にはなっていないわけです。日銀はそのように書いていますが、本当にそういう評価でよいかどうかはわからないところです。

それから、最近よくある議論で、リバーサルレートというのがあります。これは、金利を下げ過ぎてしまうと金融機関の収益が減って、資本が

薄くなり、リスクテイク能力が下がって、むしろ金融引締めになるという議論です。この議論は、実は黒田総裁が二年ぐらい前に、ある講演で紹介されました。その際は、これで日銀は過度な低金利の修正に向かうのではないかと市場は一時期待ちましたが、その後総裁はそうした期待を打ち消し、実際、超金利が続いています。いずれにしても、このような議論があること自体は日銀も認識していますし、最近、ECBも随分言ってますが、今の時点ではリバーサルレートになっていないというのが日銀やECBの判断です。

また、日本の銀行の預金利子は、何年も前からほぼゼロです。幾ら政策金利をマイナスにしても、預金金利はマイナスにできないので、銀行の資金調達コストは下がらないのです。一方で資産運用利回りだけが下がっていくので、もともと預金のウエイトが非常に高い日本の銀行では、欧州

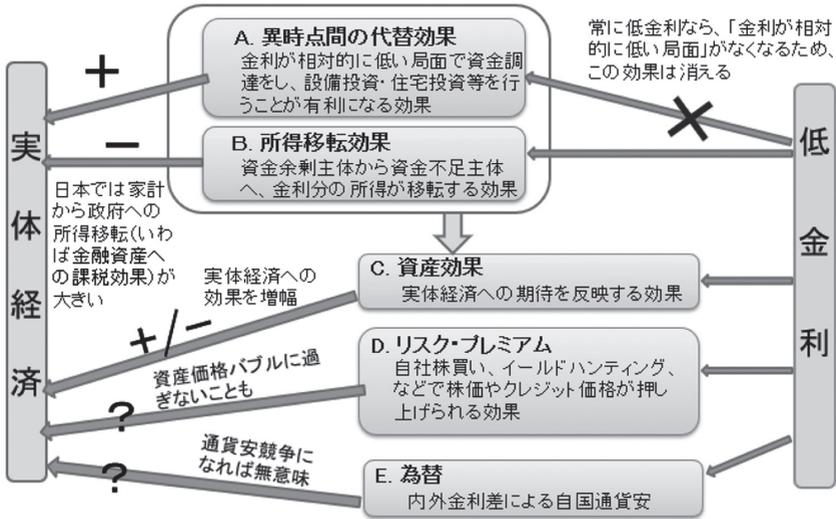
の銀行に比べても利ざやが圧迫されやすい、と日銀自ら分析をしています。しかし、だから金融政策に問題がある、という評価にはなっていない。

（低金利を長く続けることの根本的な問題）

実は私をもっと根本的に問題だと思っていることは、金融機関への影響云々の前に、低金利の長期化が経済にプラスなのかということ（図表3）。これは日銀は分析していません。そもそも金利が波及するチャネルとしては、A、Bという实体经济のチャネルと、C以下の資産効果、リスク・プレミアム、為替といった金融市場を通じるチャネルがあります。金融市場を通じる効果というのも最終的には経済のファンダメンタルズを反映しますから、根本的にはAとBです。

Aは、異時点間の代替効果です。金利が低いと

図表3



というのは、高い局面に比べると今が低いということであり、相対関係にポイントがあるのです。低気圧も、〇〇ヘクトパスカル以下が低気圧という定義があるわけではなくて、周囲の気圧より低いから低気圧なのです。金利も全く同じで、前後よりも低金利だから今が借り時である、という「今でしょ」効果に本質があるのです。

したがって、いくら低金利であっても、未来永劫低金利だとすると、今借りなければならぬという理由がなくなるので、低金利の効果がなくなってしまうという話です。

Aがなくなっても、確実に残る別の金利引き下げ効果があります。それがBの所得移転効果で、資産を運用する側からお金を借りている側に所得移転が起きている、という効果のことです。つまり、低金利が続く場合、資産運用者は、本来得ら

れたかもしれない金利を失い続け、逆に調達者は、本来払うべき金利を払わずに済む状態が続く、ということになるです。

慢性的な低金利になると、Aがなくなり、Bだけが残るのです。日本では資産運用者は圧倒的に家計で、一番お金を借りているのは政府ですから、Bだけが残ってしまうということは、単純に言えば家計から政府にお金が吸い上げられ続けるということなのです。家計から政府へのお金の吸い上げというのは税金と同じです。本来得べかりし金利の部分が、いわば税として毎年国庫に入っていくこととなります。これは、ある種のデフレ効果をもたらしていることとなります。

普通はAがあるので、今は家計が苦しくても、いずれ異時点間の代替効果が効いて、投資によって景気がよくなり、雇用がふえて賃金も上がるから、ちよつと我慢してくださいという説明ができ

ます。しかし、日本のように一九九五年以降、ほとんどゼロ金利、しかもこれからはずつとそうだといいことになってくると、日本ではAはもう余り効いておらず、Bのデフレ効果だけが効いてしまっているかもしれないということです。

先ほど、今は投資がいいと申し上げた中でも、人手不足や再開発が要因とは言われますが、低金利だから投資しているという話は余り聞きません。

(ネオ・フィッシャー効果)

もう一つ、一部の学者が言っているネオ・フィッシャー効果というのがあります。普通は金利を下げると、それによって景気がよくなつてインフレが上がると考えますが、ずつと低金利だと、そのうち予想インフレ率も次第に下がっていくのではないかという議論です。フィッシャー方

程式（名目金利＝実質金利＋予想インフレ率）と
いうのは、方程式と言ってはいますが、恒等式で
すから、右辺から読むか、左辺から読むか、それ
はあなたの哲学次第ですという話で、左辺から読
むという哲学もあり得るということです。

特に日本のように、それこそ二〇年、二五年
と、ずっと名目金利がほぼゼロに近くて、それが
当たり前になってくると、例えば家計からする
と、預金に金利が全然つかないわけですから、
だったらモノを買うときには物価も上がってほし
くないと当然思うわけです。つまり、金利が低い
ことが、資産運用者の物価上昇許容度を下げてい
る可能性があるということです。そういう消費者
の行動をベースにすれば、企業は価格をなかなか
上げられなくなります。

一方、企業にとっては金利も原価の一部を占め
るコストです。その部分が低いままなのですか

ら、コストの転嫁圧力も減るわけです。以上のよ
うなメカニズムが働いているかどうか厳密に証明
するのはなかなか難しいのですが、その可能性は
否定できないのです。

（現代金融政策の哲学）

そういうリスクがあるにもかかわらず、日銀を
はじめとする中央銀行が、低金利政策をやめない
のはなぜかという点、主流派経済学がつくった現
代金融政策の強力な哲学があるからです。

それは、まず、金融政策だけで物価の安定を
実現する「能力」があること、次に、金利を下げれ
ば物価は上がるという「手段」があること、そし
て、能力があつて手段もあるのだから、あとは
「意志」さえあれば、物価は必ず二％になるはず
だというロジックが、二％インフレ目標の背後に
ある強力な哲学なのです。能力があつて手段もあ

るのだから、あとは意志でしようということですよ。

しかし、もし能力も手段も実は乏しいのだとすると、意志だけ幾ら強く持つても仕方がないわけです。そういう根源的な問題が、恐らくこれから問われてきます。ECBや日本の状況を見てみると、すでにそのことが議論になってもいいと思いますが、肝心のアメリカが、意志を強くすることです。うまくいっている、ということに今のところなっているのです。経済学というのは基本的にアメリカの学問であり、その理屈に合わないことがアメリカで起きないと、新しい哲学に塗り替わっていかないので。悲しいかな、これが経済学のこの一〇〇年ぐらいの変遷です。逆に言えば、アメリカで問題が起きれば、経済学は必ず変わりま

す。
ただ、それはあくまでもアメリカで起きた種類

の問題に対して、変わるといことです。例えば、リーマンショックの後には、学界でも金融面の重要性をかなり意識するようになりました。実際、そうした政策思想の変化を伴いながら、金融規制やプルーデンス政策が強化されました。しかし、金融政策に関しては、リーマンショックからの回復も果たしたし、日本化も食いとめていて、アメリカではうまくいっているという評価になっているので、この部分は哲学を変える動機が全くないのです。

ヨーロッパや日本で理論に合わないことが起こっても、それはヨーロッパや日本の問題であって理論の問題ではない、という話になるのです。アメリカで理論に合わないことが起きたときのみ、理論に対する反省機運が出てくるということ

です。
ですから、ヨーロッパや日本だけでこの状況を

変えることは難しく、これが非常にジレンマなものです。皮肉な言い方をすれば、アメリカでデフレにでもなってくれば、金融政策を巡る根本的な議論が進むと思いますが、アメリカは意外としぶとくて、低インフレではあってもデフレにはなかなかならないです。

(失われた二十年の再考)

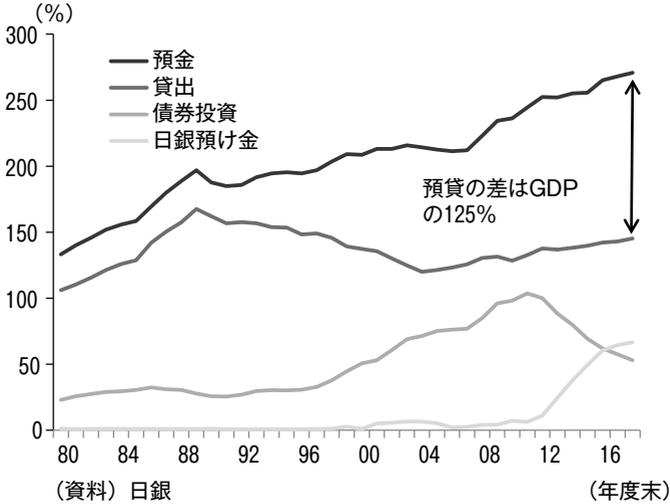
そもそもインフレが2%でなければ中長期的な経済力に悪影響があるのかどうか、大きなポイントだと思っています。日本の失われた20年と低インフレが結びついてしまっ、日本はデフレだったから経済力が弱くなったというのが一つのナラティブとして確立してしまっていますが、そもそも本当に失われた20年だったのでしょうか。

確かに日本は、九〇年代半ば以降ずっと、人口

減少、高齢化で、GDP全体が余りふえていません。ただし、GDPを労働投入量で割った時間当たりの労働生産性で見ると、伸び率はほかの国とほとんど変わりません。直近では、むしろ日本がアメリカを上回っています。つまり、近年先進国の経済成長が軒並み低下する中で、人口要因も調整すれば、日本経済だけが特別に弱かったとは言えないのです。

なお、日本は資金循環で見ると相当のカネ余りなので、まだまだ財政を使えるという議論があります。私もその議論に一理あると考えているのですが、高齢化が進む中でどこまで政府の債務を増やせるのか、それをきちんと証明するのは非常に難しいです。既に大きな政府債務をさらに増やすことにもリスクがあるし、民間に膨大な余剰資金があるのに政府も急速に財政再建を進めてお金を使わなくするというのにもリスクがあります。ど

図表4 銀行のB/S主要項目の対名目GDP比率



ちらが正しいかはわからないので、財政のスタンスは極端な決め打ちはせず、様子を見ながら柔軟かつゆっくり決めていくことが重要なのではないかと思います。

(金利は簡単には上がらない)

このようなカネ余りの状況で、財政も節度あるスタンスを保つとすれば、仮に日銀が今の政策をやめても、そう簡単に金利は上がりません。

今、金融機関が持っている預金と貸出しの差が約七〇〇兆円あります(図表4)。これはGDPの一二五%です。日本のGDPを上回る預金が残っています。これだけ余っていると、金利は上がりません。

これは構造的な日本のカネ余りですから、財政でお金を吸収するか、企業がお金を使うか、家計が貯蓄をやめるかのどれかをしないと、この差は

埋まりません。預貸の差は、まだまだ開いていく状況なので、仮に日銀がマイナス金利をやめても、低金利状況は全く変わらないと思います。世界も、日本ほど極端ではありませんが、全般的に長期的な低金利が続いています。

先ほど、金融・財政政策をめぐる基本哲学はそう簡単には変わらないという話をしました。アメリカで大きな問題が起きない限りは、今の哲学は変わらないと考えているのですが、最近、財政政策をもう少し積極的に行うという話が出てきているので、多分次のリセッションが来た場合には、それに対応する程度の財政政策は、恐らくアメリカもヨーロッパも日本も行うと思います。

ただし、膨大なカネ余りを帳消しにするほど財政を出してもいいとまでは恐らく考えないし、二%インフレのために低金利を維持するという思想自体も恐らく変わらないとすると、景気が多少

よくなったぐらいでは、超低金利構造は変わる余地がない、変わる理屈がないということなのです。

例えば、アメリカの一〇年金利の一・五%が二・五%ぐらいになる可能性はあるかもしれませんが、歴史的に見た低金利状況は変わらないし、次のリセッションが来ればアメリカの長期金利はまたすぐにゼロに近くなっていくという構造自体は今の哲学のもとでは変わる余地がないのです。

ただ、そうは言っても、永遠のゼロかというと、そこは私も少しリザーベーションがあって、五〇年、一〇〇年単位で考えれば、アメリカも恐らくどこかでデフレになる、あるいは、もし次のリセッションでアメリカもマイナス金利という話になると、さすがにこれはおかしいという話になって、どこかで大きく哲学が変わるときが、二〇年、三〇年ぐらいのタイムで見れば来る可能性は

十分にあるのではないかと思います。

したがって、私が今の思想のもとでは低金利は絶対に変わらないと言ったからといって、さすがに五〇年債をいきなり買うのは結構危険ですよという話を、最後に申し上げたいと思います。

以上でございます。どうもありがとうございます。(拍手)

○増井理事長 門間さん、根本的な問題提起を含めて、大変興味深いお話を伺いました。

それでは、若干お時間がありますので、御質問あるいは御意見がございましたら、いかがでございますでしょうか。

○質問者A 御説明の中で期待インフレ率が上がってこない根本的な理由をお話になっていないような気がしましたので、それについてお願いします。

○門間 答えがわからないことなので今日は話し

ませんでした。日本の場合には、理由はともかく、二〇年、二五年低インフレが続いているわけです。そうすると、物価水準がほぼ横一直線ですから、なかなか変わりようがない。例えば、地下鉄の料金も、日本はこの二〇年間ほとんど変わっていません。そういう国で、JRでも地下鉄でも、いきなりポンと上げたら、もう大変なバックラッシュです。だから、もうできないのです。

アメリカは、地下鉄も何年かに一回は料金が結構上がりますが、それでもようやく全体でインフレが二%です。ですから、社会の常識が違うのです。日本はアメリカのような物価観にはもうありません。

アメリカで少しインフレ期待が落ちてきている理由については、学者や中央銀行の研究者がいろいろなことを言っていますが、これも実は決め手

がありません。よく言われているのは、グローバリゼーションと技術革新、特に情報技術革新です。アマゾンのようなネットを活用したビジネスモデルがふえてきて、価格もネット上で簡単に比較できるので、消費者の物価上昇許容度が低下しているということです。

ただ、それはアメリカもヨーロッパも日本も同じなので、同じ状況の中でアメリカだけが2%インフレに近くて日本はゼロだというのは、それは説明できないわけです。日本は、かつてこうだったから今もこうだと言う以外に理由がないということだと思います。人によつては、財政をもっと出せばいいと言う人もいますが、それもよくわかりません。

○質問者B 御説明はございませんでしたが、資料の中に物価目標実現へのブラックロックの提案がありました。中央銀行に政府のアカウントをつ

くって、政府は中央銀行が決めた一定の範囲内で資金を供与して、政府はそれを使うということだと私は理解しています。中央銀行にそれだけの権限を与えるのは、特に今の日本の政権から見ても思わないですし、一方で、今の日欧の金融政策も限界だとすると、どのように考えたらよろしいのでしょうか。

○門間 ブラックロックの提案は、もともとヘリコプターマネーの議論と関連しています。ヘリコプターマネーは、政府がインフレになるまで財政を出し続け中央銀行がその国債を引き受けるという議論ですが、政治家がやり過ぎてインフレに歯止めが効かなくなる恐れがあるという反論があるわけです。その反論に対する再反論として、中央銀行がどこまでやればいいかを決めて、政府はそれに従って粛々と国債を発行して財政支出をする、というのがブラックロック提案の発想です。

私も自分の所見として書いていますが、この最大の問題は、そこまで中央銀行に権限を持たせていいのかということです。やはり最終的には国の予算の話なので、その規模を議会ではなくて中央銀行が決めてしまってもいいのかという話になるので、これは現実的ではないと思います。

もう一つ、最大の問題は、そもそも経済の正しい体温計は何なのか、という点です。今、物価が正しいという前提で議論がなされているわけです。ブラックロック提案も、二%インフレに必要だけの財政の規模を中央銀行のエコノミストが計算して決めるという話です。二%インフレという目標に向かうために、中央銀行のエンジンだけでは出力が足りないのです、財政の出力を貸してください、どこまで出力を上げたいのかは我々が計算して決めてあげます、という話なのです。

しかし、二%という目標がもし間違っている、そこに向かつて馬力の強いエンジンを吹かすことになってしまふわけです。今は金融政策という弱いエンジンだけでやっているのです、効果も出ない代わりに問題も限定的なわけですが、そのエンジンを強くするというのなら、本当に二%インフレが正しい目標なのかどうか、今以上にもっともっと真剣に考えてからやる必要があります。

では、目指すべき目標が二%インフレではないとするならば何なのか。普通言われるのは完全雇用です。それで見れば、現在の失業率はアメリカ三・六%、日本も二・四%で、すでに完全雇用なので、何もやる必要がないという話になります。ところが、これはこれでまた議論があつて、例えばMMT（現代貨幣理論）論者は、それでも現状には問題があり財政を使つてもっと雇用を増やすべきだ、と言っているわけです。

ここで彼らが言っている雇用は質の高い雇用です。ぎりぎりの生活を維持していくためにへとへとなるまで働くということではなく、普通に九時から五時まで働いて一生懸命やれば、十分に家族が養えるだけの給料がもらえる職をふやす、ということなのです。

そのための財源は国債発行で、自国通貨で発行している限りは問題ないという議論です。後段の部分だけがよく報道されているのですが、根本は、雇用のクオリティーを勘案すると、まだまだアンダー・エンプロイドであるという問題提起なのです。

そこまで考えれば、実は完全雇用の定義も簡単ではないのです。単純に失業率が低ければよい、という話ではなくなってしまうのです。賃金の上昇率で定義できるか、といっても格差もありま

のか、など考え始めると切りがないわけで、いったい国として、どのようなマクロ経済の状態を目標とすべきなのか、それ自体が実はよくわからないのです。

実は、これが現在のマクロ経済政策が直面している最大の問題です。マクロ経済政策を巡ってこれからのような議論をするにせよ、手段を考える前に目標について議論を尽くす必要があります。ここに対しては、まだ誰もきちんとした解を持っていません。

○増井理事長 それでは、このあたりで今日の講演会を終わらせていただきたいと思えます。

今日は、大変根本的かつ刺激的なお話で、大変おもしろかったと思います。いつものように大変切れ味のいいお話をいただきました。

どうもありがとうございました。(拍手)

世界は低金利の罠に陥ったか

(本稿は、令和元年十一月十二日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

(もんま かずお・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 氏

略 歴

1981年東京大学経済学部を卒業し日本銀行に入行。1988年米国ウォートンスクール経営学修士。2007年6月から調査統計局長として、リーマンショックや東日本大震災など激震に見舞われた日本経済を分析。2011年4月から企画局長、2012年5月から金融政策担当理事を務め、2%物価安定目標の宣言に至る局面を担当。2013年3月から国際担当理事として、G7やG20などの国際会議に出席。2016年5月末に日本銀行を退職し同6月から現職。