

一橋大学政策フォーラム 「インフレーション:理論と現実」

日本経済のバランスシート調整と物価環境

2017年 2月 17日

みずほ総合研究所

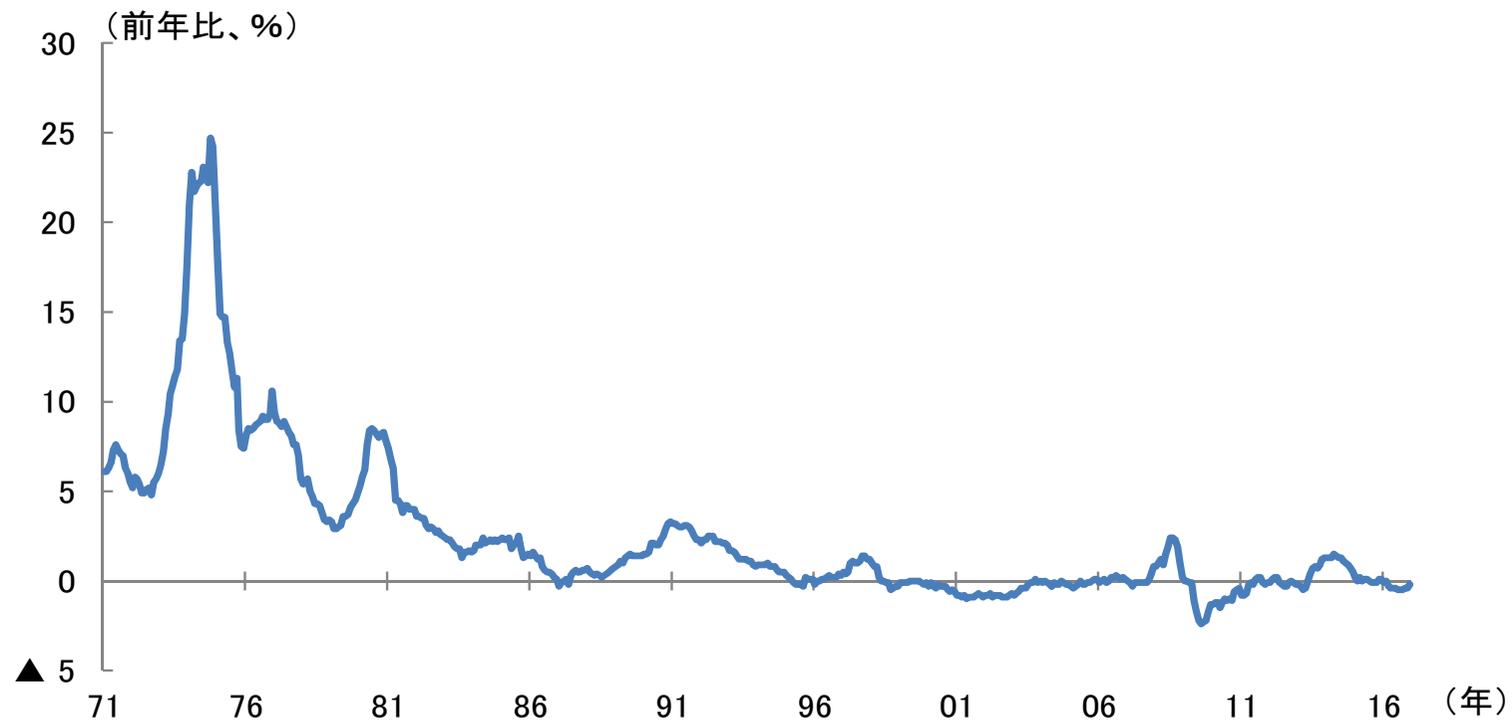
常務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創



コアCPI長期推移

○ 1990年代半ば以降、マイナス近傍の物価状況の長期化

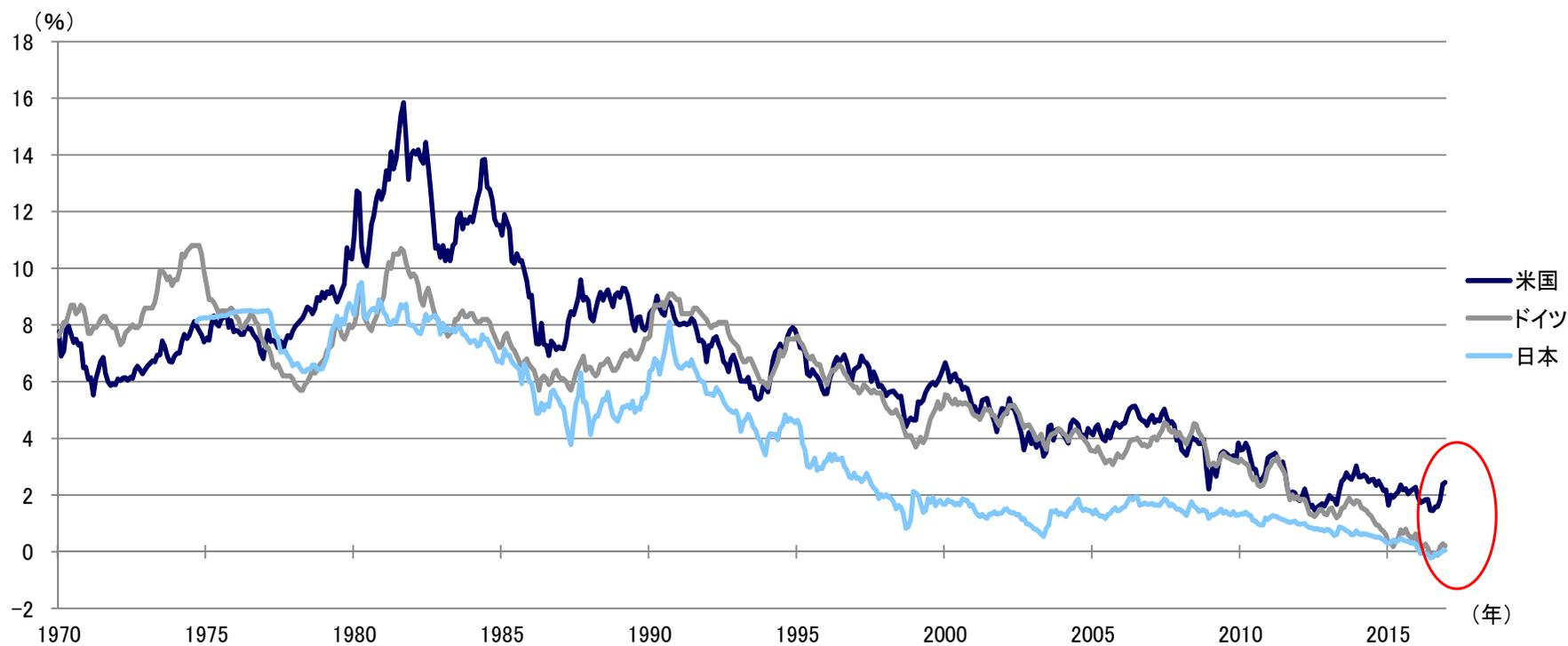


(注)消費税率引き上げの影響を除くベース。
(資料)総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

歴史的金利低下傾向

○ 日米独10年国債利回りも、1980年代以降長期間続いた超低金利傾向

【日米独10年国債利回りの長期推移】



(注) 日本のデータは、1986年6月までは9年国債利回り。

(資料) 財務省、米セントルイス連銀、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

有史初の世界の金利「水没」

○ マイナス金利化、世界的な低成長、低インフレ、低金利の「3L」状況

【世界の金利水没マップ】

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.83	-0.89	-0.82	-0.72	-0.62	-0.52	-0.37	-0.27	-0.19	-0.12	-0.06	-0.01	0.03	0.08	0.12	0.25	0.34	0.37
ドイツ	-0.78	-0.78	-0.72	-0.60	-0.44	-0.32	-0.17	-0.02	0.15	0.31	0.36	0.40	0.45	0.49	0.53	0.81	1.07	
デンマーク	-0.57	-0.55	-0.46	-0.36	-0.27	-0.18	-0.10	-0.01	0.17	0.35	0.40	0.44	0.48	0.52	0.57	0.78	1.20	
日本	-0.27	-0.19	-0.14	-0.10	-0.09	-0.05	0.00	0.04	0.07	0.10	0.15	0.20	0.24	0.29	0.34	0.68	0.87	1.02
オランダ	-0.68	-0.69	-0.65	-0.58	-0.30	-0.08	0.13	0.33	0.49	0.64	0.69	0.73	0.77	0.81	0.85	0.93	1.19	
フィンランド	-0.58	-0.65	-0.62	-0.46	-0.36	-0.15	0.06	0.13	0.39	0.50	0.59	0.67	0.76	0.84	0.93	1.02	1.22	
オーストリア	-0.53	-0.61	-0.58	-0.51	-0.36	-0.15	0.00	0.21	0.39	0.57	0.67	0.77	0.86	0.96	1.05	1.19	1.47	
スウェーデン	-0.73	-0.56	-0.41	-0.27	0.01	0.12	0.24	0.42	0.53	0.64	0.74	0.83	0.93	1.02	1.12	1.60		
フランス	-0.62	-0.54	-0.38	-0.15	0.08	0.13	0.31	0.57	0.80	0.99	1.07	1.16	1.24	1.33	1.41	1.71	2.00	
アイルランド	-0.35	-0.41	-0.31	-0.19	0.08	0.35	0.62	0.82	0.68	1.05	1.14	1.24	1.33	1.43	1.52	1.72	2.13	
スペイン	-0.29	-0.28	-0.15	0.09	0.30	0.74	0.95	1.27	1.50	1.63	1.72	1.82	1.92	2.02	2.12	2.41	2.97	
イタリア	-0.26	-0.04	0.23	0.43	0.84	1.15	1.49	1.79	1.92	2.17	2.25	2.33	2.40	2.48	2.56	2.86	3.35	
ポルトガル	-0.04	0.07	0.69	1.40	2.00	2.69	3.37	3.66	3.87	4.05	4.15	4.26	4.36	4.46	4.56	4.73	4.98	
英国	0.05	0.10	0.20	0.37	0.48	0.67	0.80	0.95	1.10	1.25	1.33	1.41	1.49	1.58	1.66	1.82	1.94	1.77
ノルウェー	0.52	0.58	0.64	0.80	0.95	1.10	1.24	1.36	1.49	1.61								
カナダ	0.60	0.75	0.81	0.96	1.06	1.18	1.34	1.46	1.58	1.68	1.74	1.81	1.87	1.94	2.00	2.32	2.35	
米国	0.79	1.18	1.45	1.66	1.87	2.03	2.19	2.26	2.33	2.39	2.43	2.46	2.49	2.52	2.55	2.70	3.00	
オーストラリア	1.68	1.79	1.89	2.03	2.18	2.31	2.44	2.53	2.58	2.64	2.73	2.82	2.91	3.00	3.09	3.41		
中国	2.78	2.88	2.98	3.04	3.12	3.19	3.25	3.31	3.37	3.45	3.49	3.53	3.58	3.62	3.66			
インド	6.45	6.56	6.68	6.78	6.82	6.99	7.08	7.16	6.67	6.86	7.40	7.45	7.17	7.28	7.31	7.45	7.56	

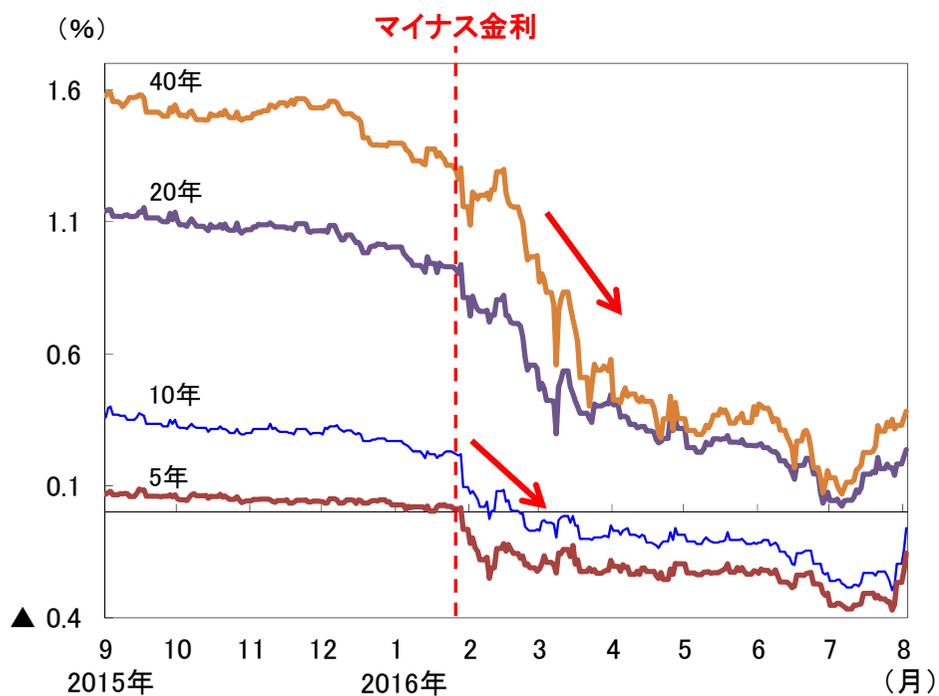
	0%未満
	0%以上0.5%未満
	0.5%以上1.0%未満
	1.0%超

(注) 2017年2月9日の値
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

自然利子率も低下

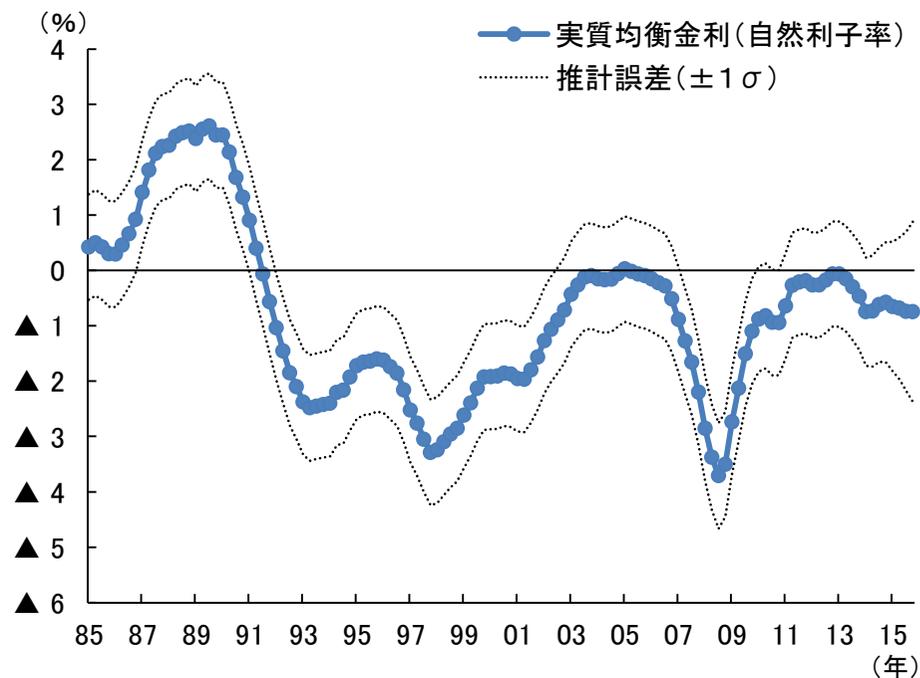
- 日銀のマイナス金利導入により長期金利は大きく低下。
- 日本の自然利子率は1990年代前半よりマイナス圏に低下していたとの推計結果で、自然利子率を引き上げるには政府の構造改革等の取り組み等が必要

【 国債利回りの推移 】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【 実質均衡金利(自然利子率)(日本) 】



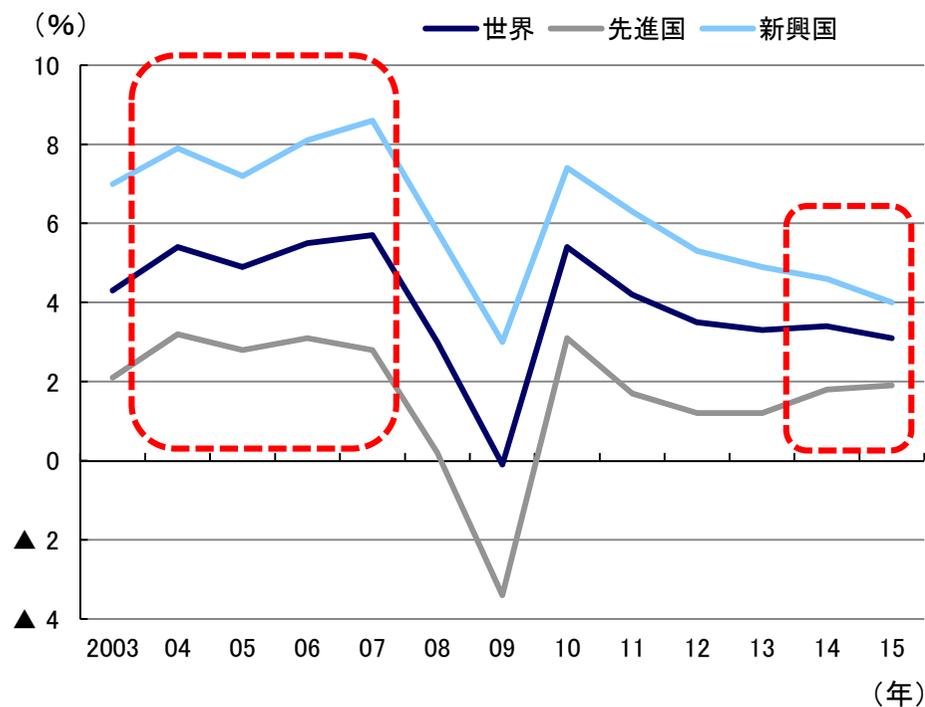
(注) 自然利子率は、Laubach, T., & Williams, J. C. (2003) "Measuring the natural rate of interest" の手法に基づき試算。

(資料) 内閣府、日本銀行、総務省などより、みずほ総合研究所作成

3L(低成長・低インフレ・低金利)長期化の「新常态」の現実

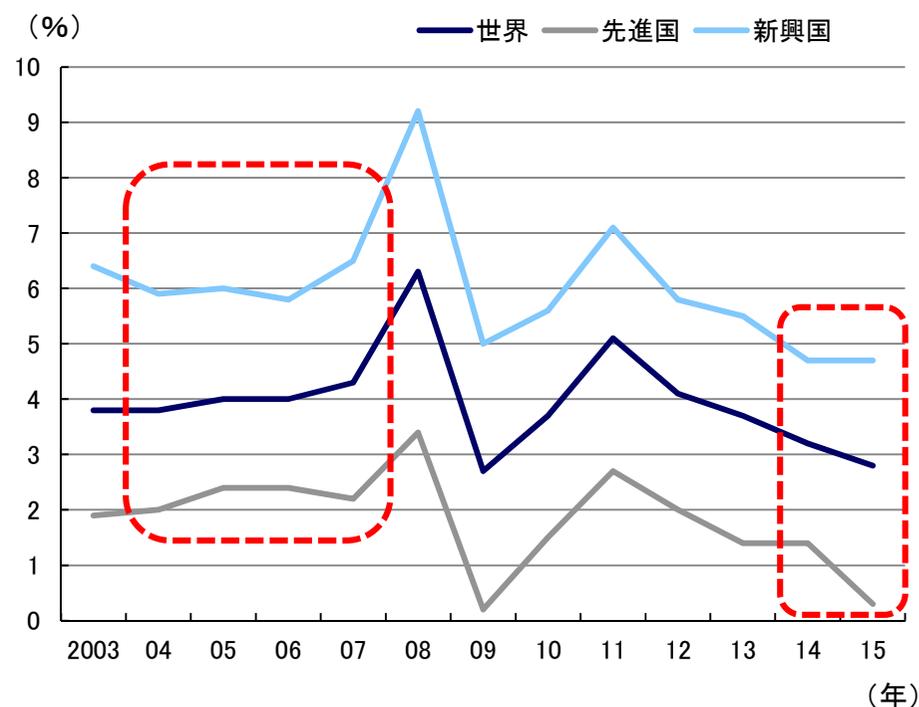
- 先進国を中心に低成長・低インフレ・低金利の3Lが常態化しつつあるが、不確実性が高まる中、脱却のめどは立たず
 - ・ 先進国、新興国ともにリーマン・ショック以前の水準に比べて成長率、インフレ率が低下

【 先進国・新興国の成長率 】



(注) 成長率は実質GDPの前年比。
 (資料) IMFより、みずほ総合研究所作成

【 先進国・新興国のインフレ率 】



(注) インフレ率は消費者物価の前年比。
 (資料) IMFより、みずほ総合研究所作成

2017年に向け世界経済は持ち直し、米次期政権の政策に注目

○ トランプ米次期政権の財政政策の影響などを考慮して、米国を中心に2017年の成長率見通しを上方修正

【世界経済見通し総括表】

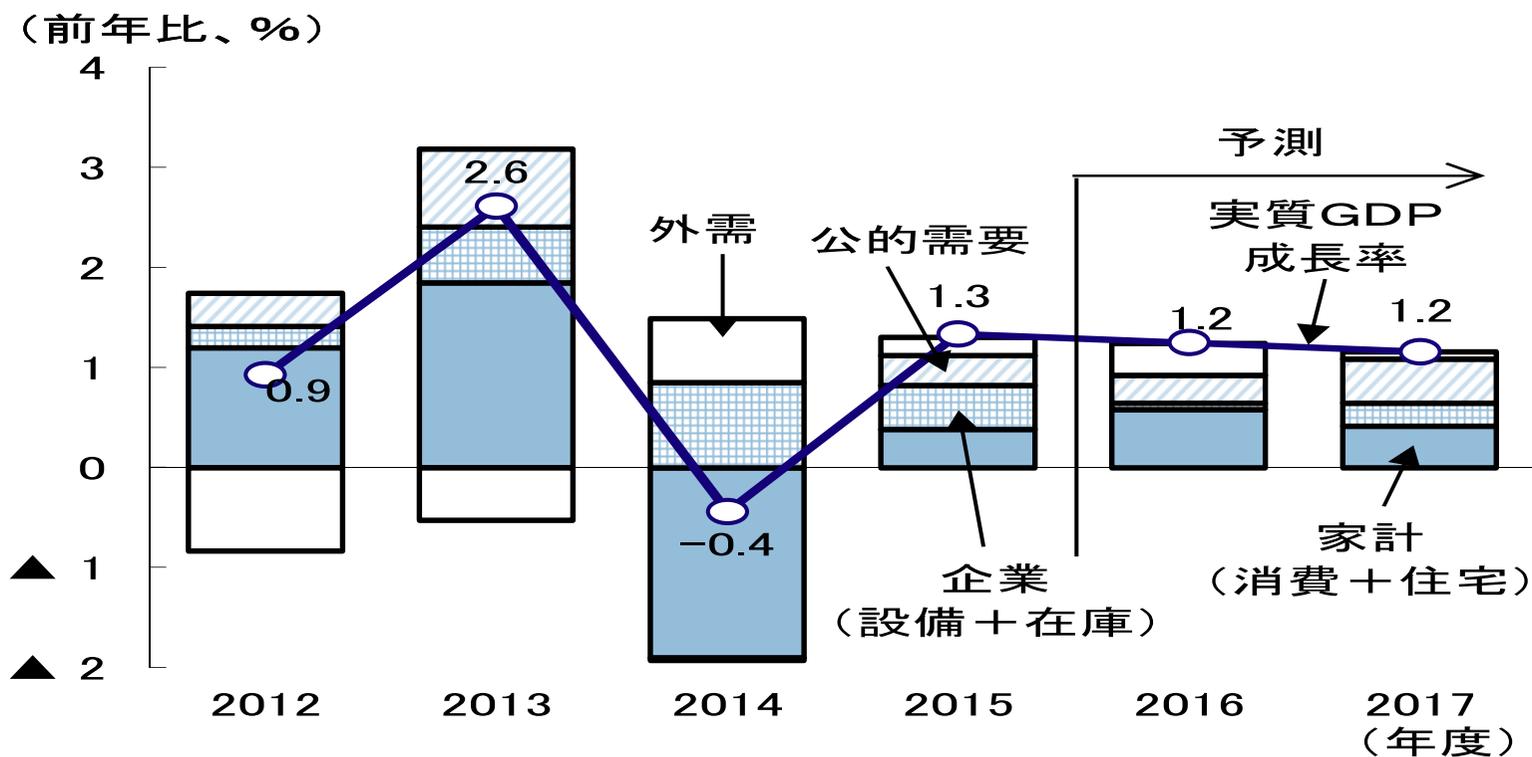
暦年	(前年比、%)				(ポイント)			
	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)	2016年 (11月予測)	2017年 (11月予測)	2016年 (11月予測からの修正幅)	2017年 (11月予測からの修正幅)
予測対象地域計	3.6	3.4	3.3	3.7	3.3	3.6	-	0.1
日米ユーロ圏	1.7	2.2	1.5	1.7	1.4	1.6	0.1	0.1
米国	2.4	2.6	1.6	2.2	1.5	2.1	0.1	0.1
ユーロ圏	1.2	2.0	1.6	1.3	1.6	1.1	-	0.2
日本	0.3	1.2	1.0	1.1	0.7	1.0	0.3	0.1
アジア	6.4	6.1	6.0	6.0	6.1	6.0	▲ 0.1	-
中国	7.3	6.9	6.7	6.5	6.7	6.5	-	-
NIEs	3.5	2.0	2.0	2.2	1.9	2.1	0.1	0.1
ASEAN5	4.6	4.8	4.8	4.7	4.8	4.6	-	0.1
インド	7.0	7.2	7.0	7.6	7.6	7.5	▲ 0.6	0.1
オーストラリア	2.7	2.4	2.4	2.5	2.8	2.5	▲ 0.4	-
ブラジル	0.1	▲ 3.8	▲ 3.4	1.0	▲ 3.2	1.2	▲ 0.2	▲ 0.2
ロシア	0.7	▲ 3.7	▲ 0.7	1.0	▲ 0.7	1.0	-	-
日本(年度)	▲ 0.4	1.3	1.2	1.2	0.9	1.0	0.3	0.2
原油価格(WTI,\$/bbl)	93	49	43	55	43	55	-	-

(注) 予測対象地域計はIMFによる2014年GDPシェア(PPP)により計算
(資料) IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

日本：景気は踊り場を脱し、持ち直し。2017年度は「トランプ円安」が追い風に

- 2016年7～9月期(2次速報)は、成長率こそ下方修正されたが、在庫投資が下方修正される一方、個人消費が上方修正されており、内容的には悪くない
- 10～12月期以降の景気は、経済対策に伴う公共投資の執行に加えて、「トランプ円安」も下支えとなり、緩やかに持ち直し。2016・17年度の成長率はいずれも+1.2%と、1%を上回る成長に

【 実質GDP成長率の見通し(寄与度分解) 】

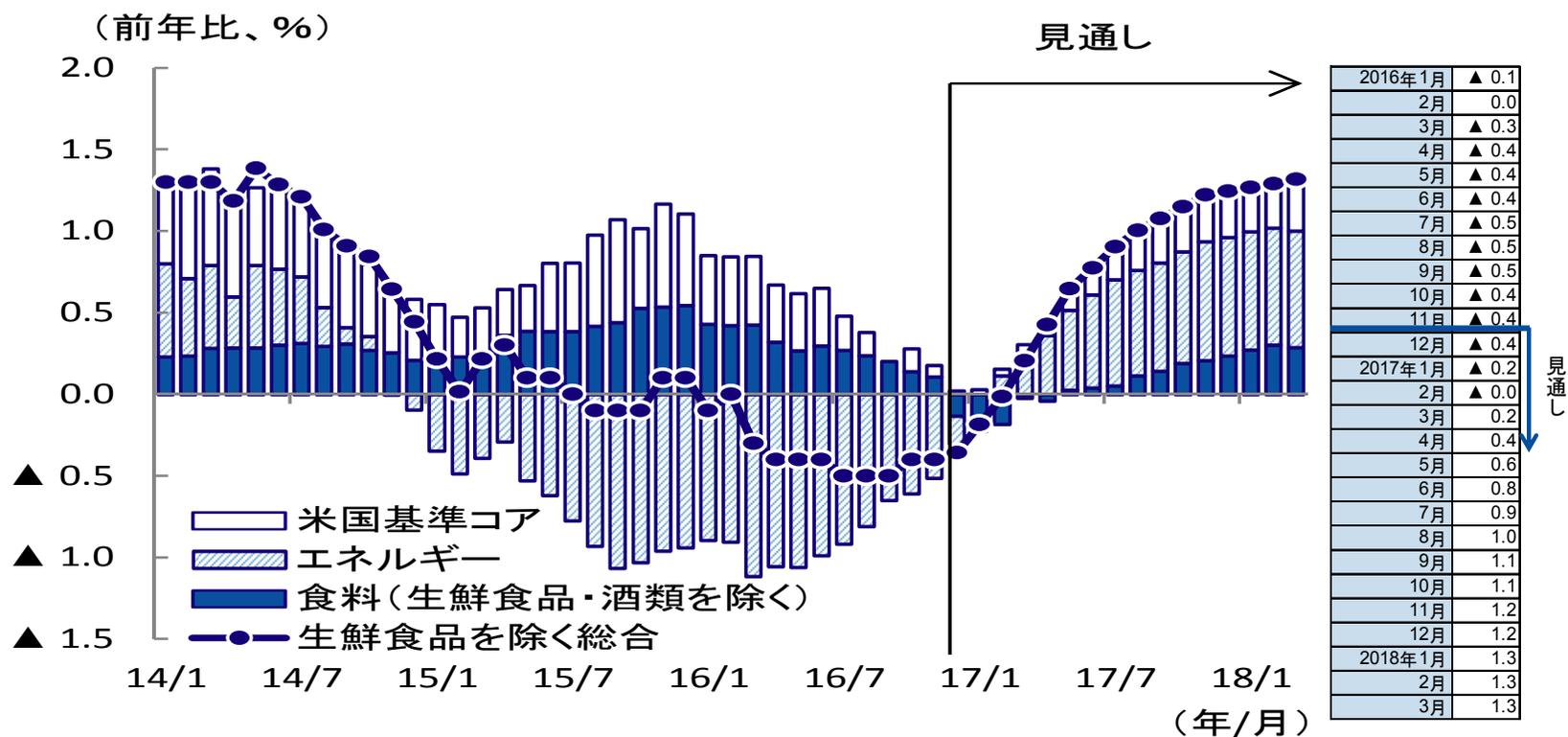


(資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

日本経済、コアCPIは再びプラスに

- コアCPIは前年比マイナスが続く。原油価格の上昇や円安を背景に、今後はプラス転化が見込まれる
 - ・ 11月の全国コアCPIは前年比▲0.4%と前月から横ばい。エネルギー価格が持ち直す一方、宿泊料などが鈍化
 - 12月の東京都区部コアCPIは前年比▲0.6%と前月からマイナス幅拡大。食料や教養娯楽用品が押し下げに

【消費者物価の推移と月次予測】



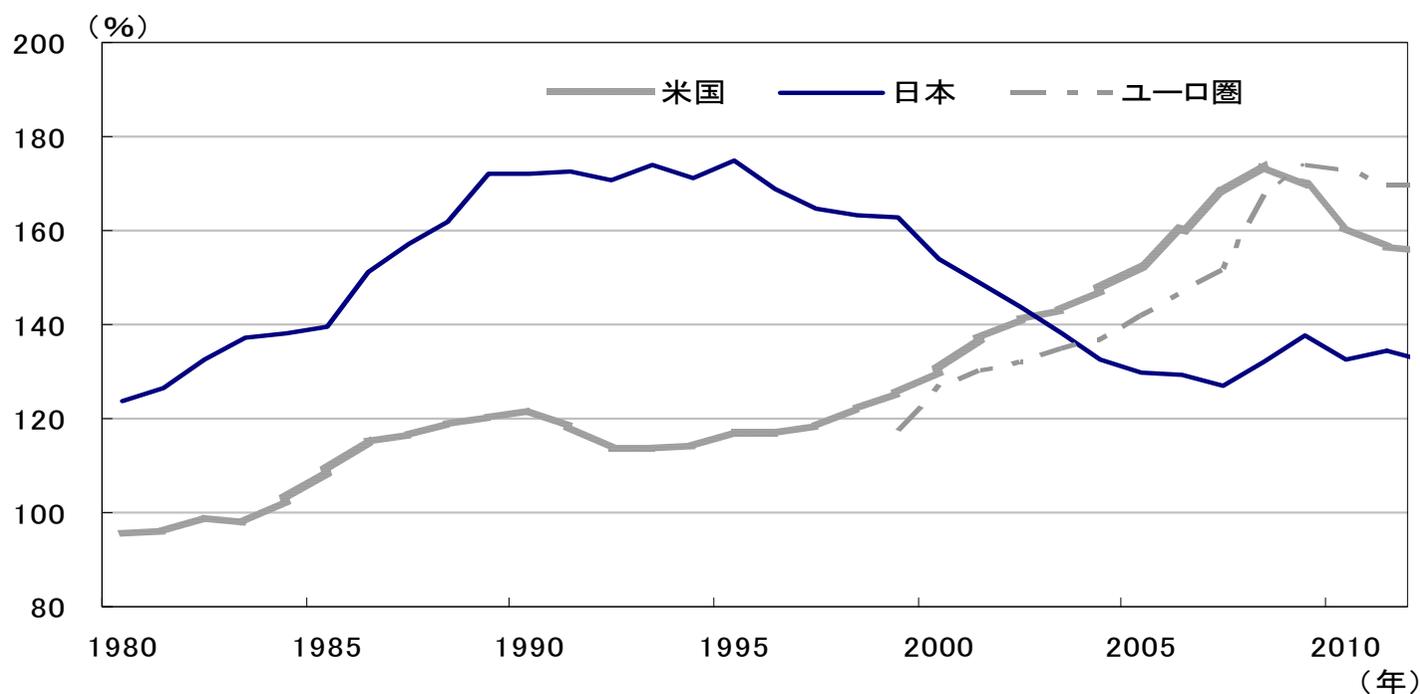
(注) 内訳は消費税を除くベース。米国基準コアCPIは、食料(酒類を除く)・エネルギーを除く総合消費者物価指数。

(資料) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

バランスシート調整の起点は日本が1990年、欧米は2007年

- バランスシート調整、米国は家計/住宅を中心に残存、欧州はソブリン・住宅
- 起点は日本が1990年。欧米は2007年
- 日本は本来、2007年に調整が完了した。しかし、欧米の調整が円高をもたらし一層の悲観に陥った日本

【民間債務対名目GDP比率】



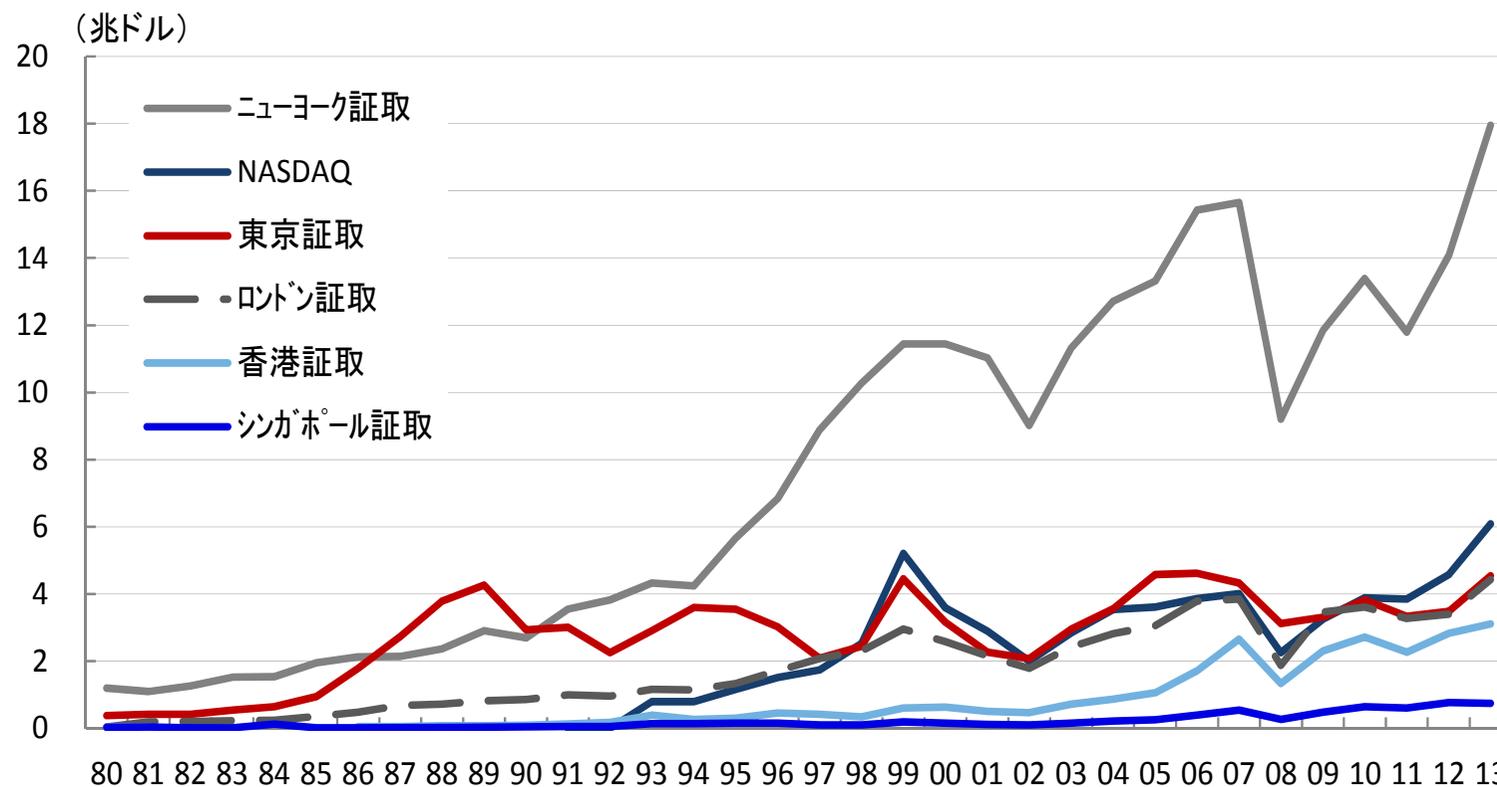
(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業＋家計として算出。

(資料)Haver、内閣府、Eurostat、欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

「アナと雪の女王」と他から取り残された日本、日本の雪は溶けるか

- ・他の株式時価総額は1990年代対比で大きく増加しているのに対し(ニューヨーク:6.6倍、ロンドン:5.2倍、香港:37倍、シンガポール:21倍)、東京市場の株式時価総額は低迷

【 主要な金融センターの株式時価総額の推移 】

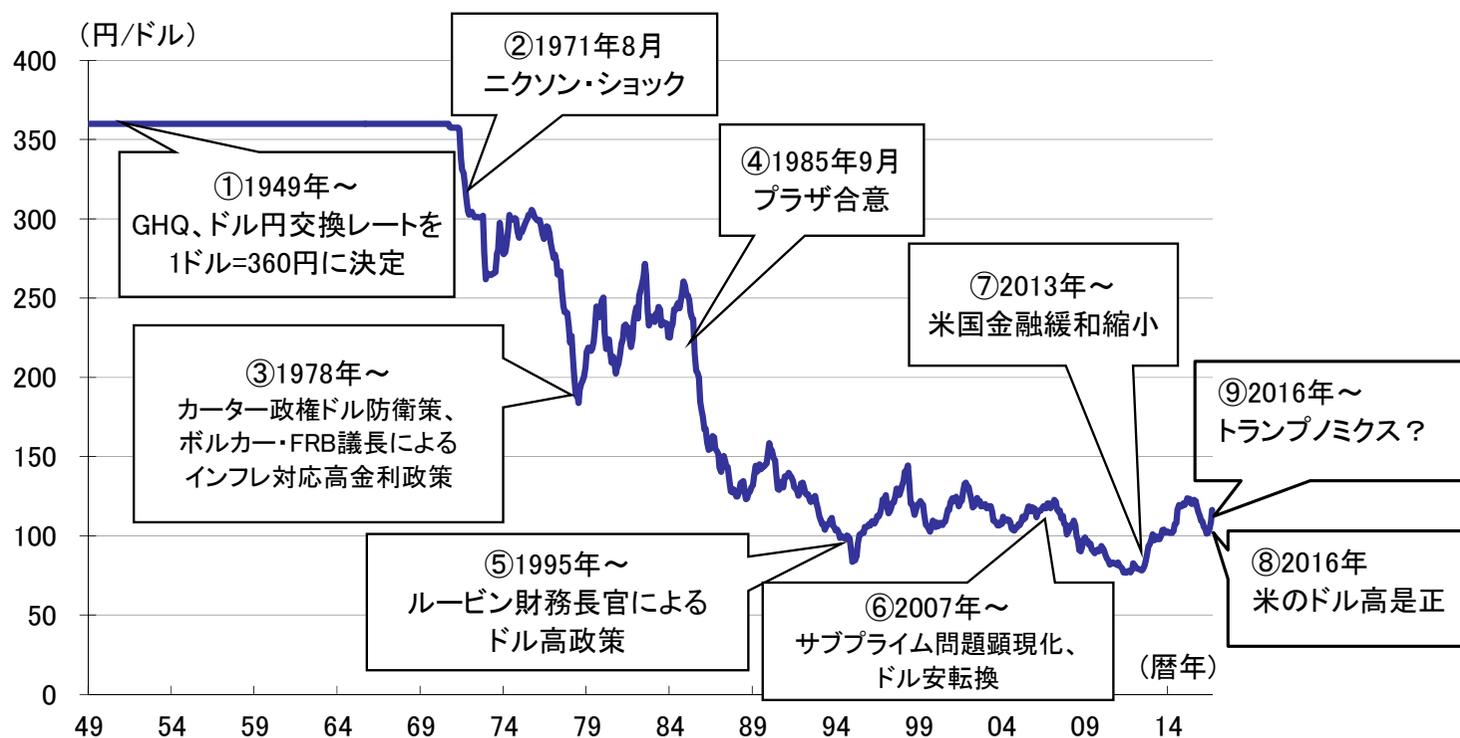


(資料)World Federations of Exchanges

円ドル相場の歴史はバブル崩壊後も円高傾向に

- ドル円相場の長期トレンドは、米国の通貨政策により決定されてきた歴史
- 2012年末からのドル高転換は、米国の為替政策転換と日米関係の転換
- 2016年、年初来、米国はドル高に耐え切れず、ドル安誘導に
- トランプノミクスで再びドル高

【 戦後のドル円推移 】

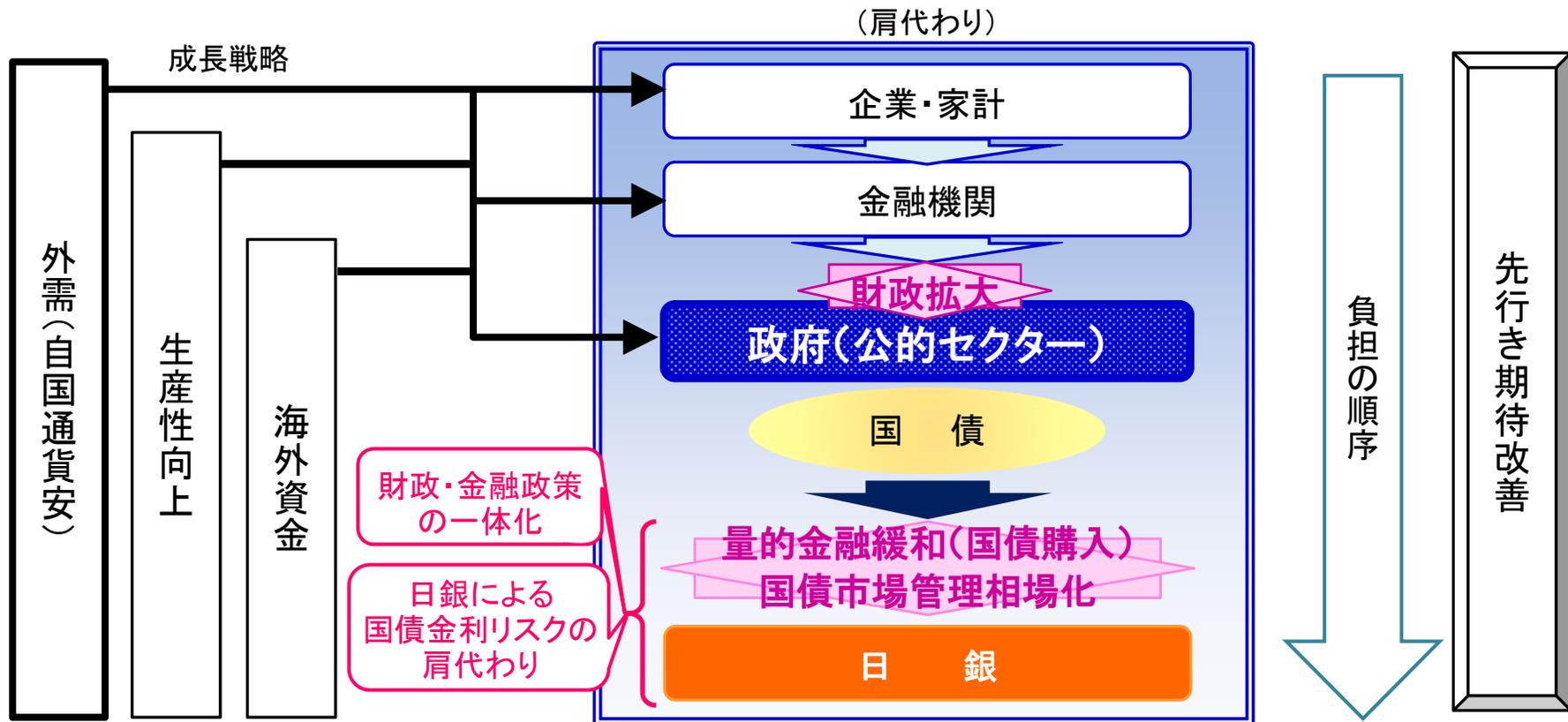


(資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

債務肩代わりの歴史、国債は身代わり地蔵だった

- 債務の肩代わりは、90年代後半に企業は肩代わり完了、その後2000年代に金融機関の債務も肩代わり完了、その結果、国の債務が積み上がる状況に。金融機関の債務は国債に代替、その国債を日銀が肩代わり

【 バランスシート調整の最終局面概念図 】

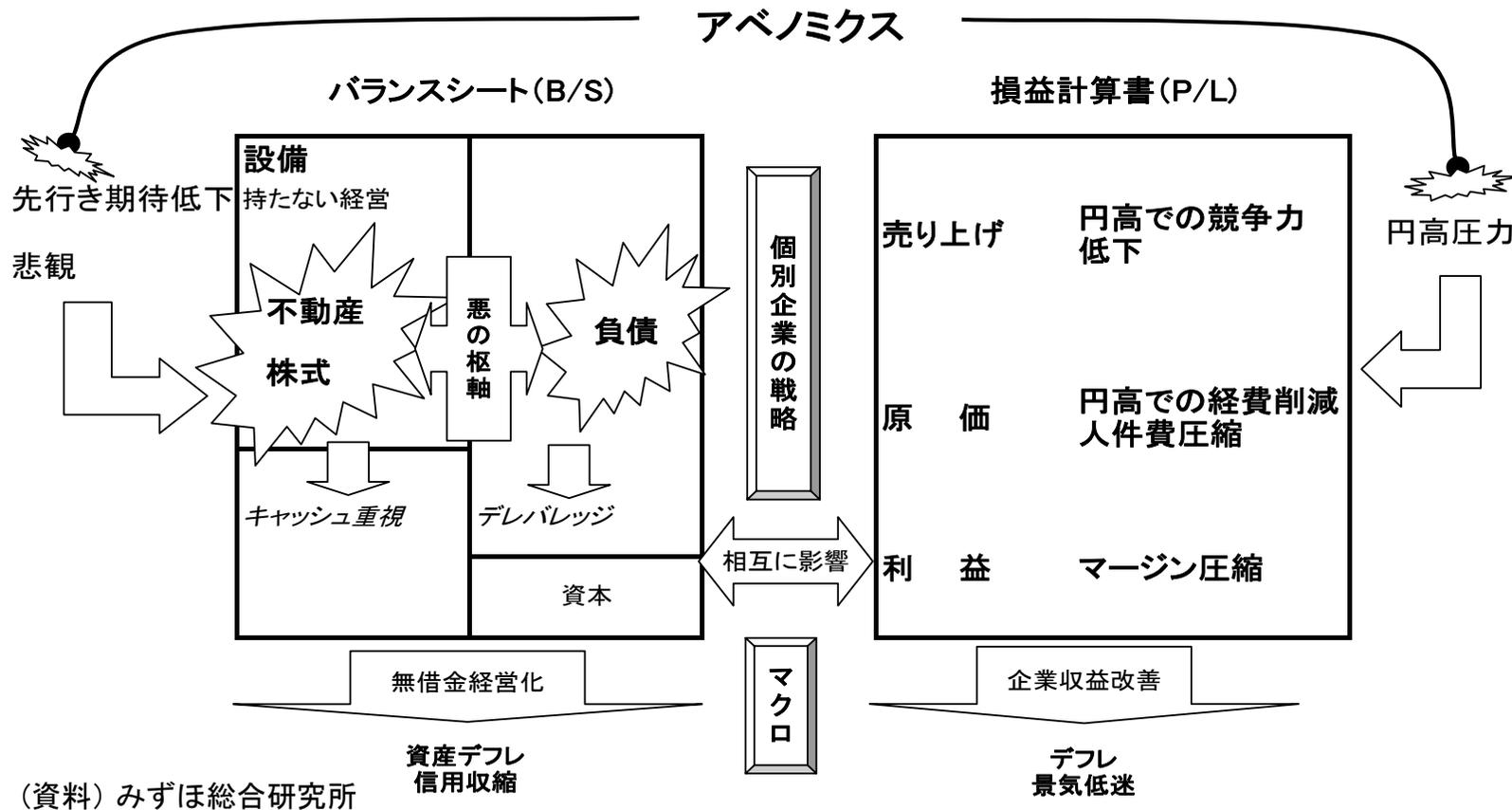


(資料)みずほ総合研究所作成

なぜ企業行動は変わらなかったか、アベノミクスで企業マインド転換

- 企業行動の生き残り戦略が招いたデフレ圧力
- アベノミクスのポイントは企業行動の原因となった、円高是正による成長戦略と先行き改善
- 転換に向けて必要な「時間軸」とマインド改善に至る政策総動員策、変化の兆しも

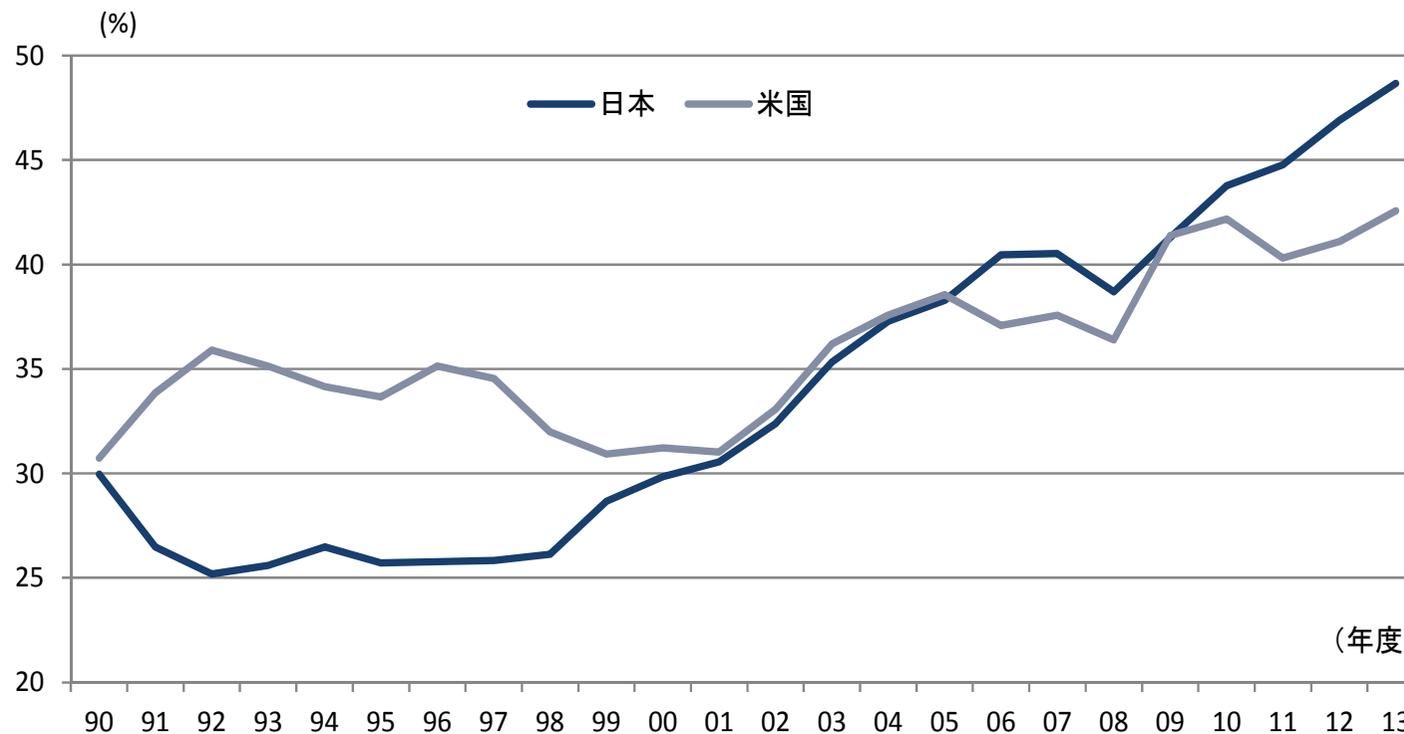
【 バランスシート調整における企業財務の概念図 】



日本企業の財務体質の改善

- 日本の上場企業は半分近くが実質無借金と米国を上回る水準、日本企業はバランスシートでNo1
- 日本企業の調整は完了。次は投資に向かうか、賃金を引き上げるか、レバレッジを上げるか
ーキャッシュを活かす、新たな「財テク」の選択肢も

【日米の実質無借金会社比率推移】



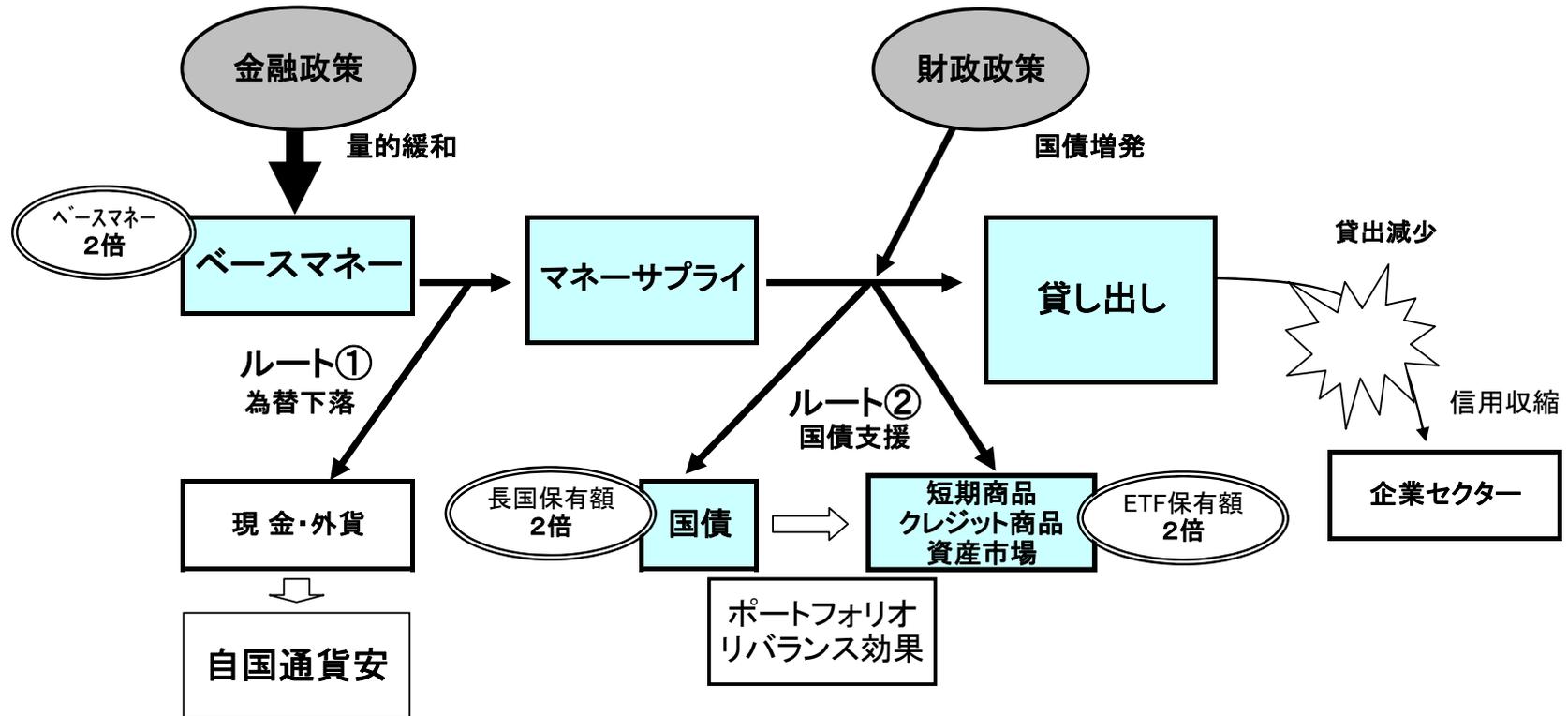
(注) 調査対象は金融を除く上場企業 日本:1,695社、米国:1,022社。

(資料) NEEDS-FQ、OSIRISよりみずほ総合研究所作成

金融政策の効果は円安と株高に

- 90年代から日本で資金は国債(ルート②)か、海外に(ルート①)しか行かなかった
- アベノミクスは、円安・株高で企業に資金が向かうべく「湿った薪を乾かす」戦略

【 資金フローの概念図 】

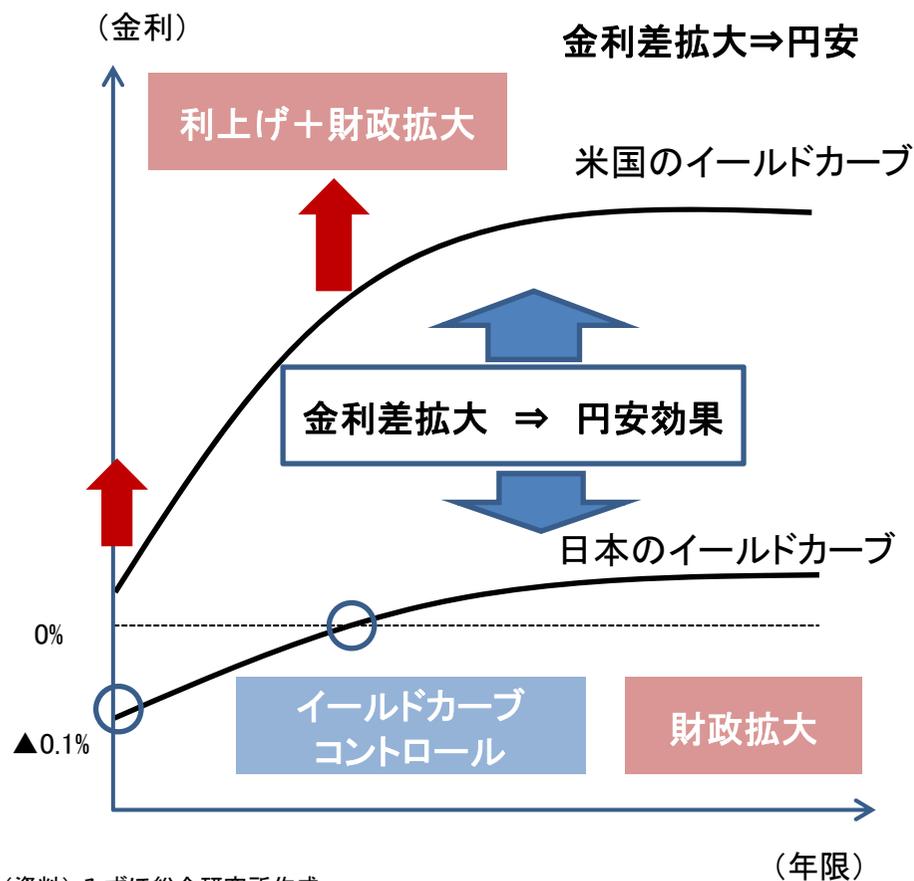


(資料) みずほ総合研究所

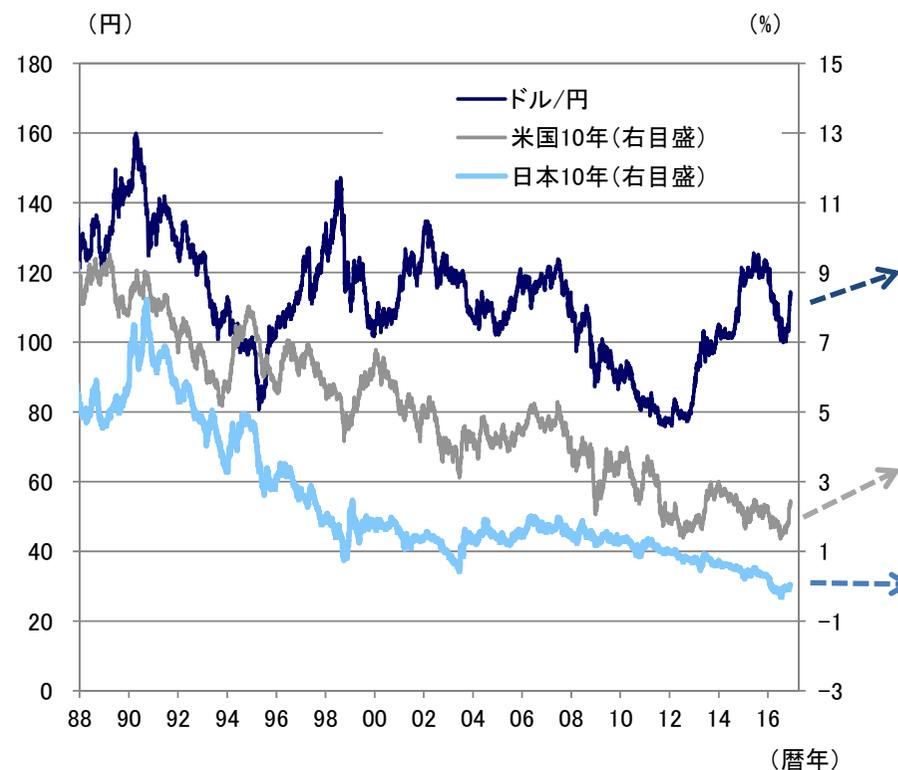
トランプノミクスで初めてイールドカーブ・コントロールによる円安効果が顕在化

- トランプノミクスで利上げ(金融引締め)と財政拡大のポリシーミックスはドル高に
- 日銀がイールドカーブを管理することで、日米金利差は拡大、円安圧力を醸成

【ポリシーミックスの違いを反映した日米金利差の拡大】



【日米10年金利とドル円の推移】

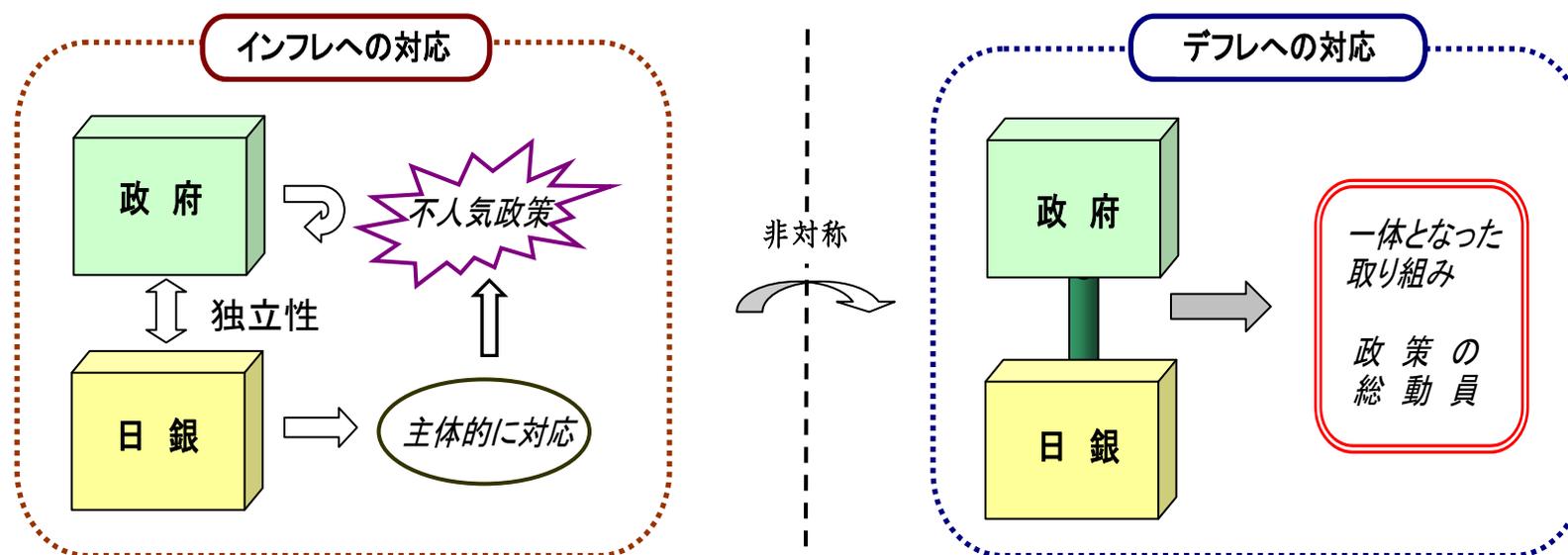


適合的期待、「肉食系」から「草食系」への進化

	草食系 (herbivore)	肉食系 (carnivore)
局 面	1990年代のバブル崩壊以降	1990年代初のバブル期まで
社会行動	期待水準引下 縮小均衡	理想追求 拡大基調
投資行動	デレバレッジ	レバレッジ
物価行動	デフレマインド	インフレマインド
社会行動	草食系男子	エコノミック・アニマル

前例なきデフレからの脱却は金融政策の非対称性

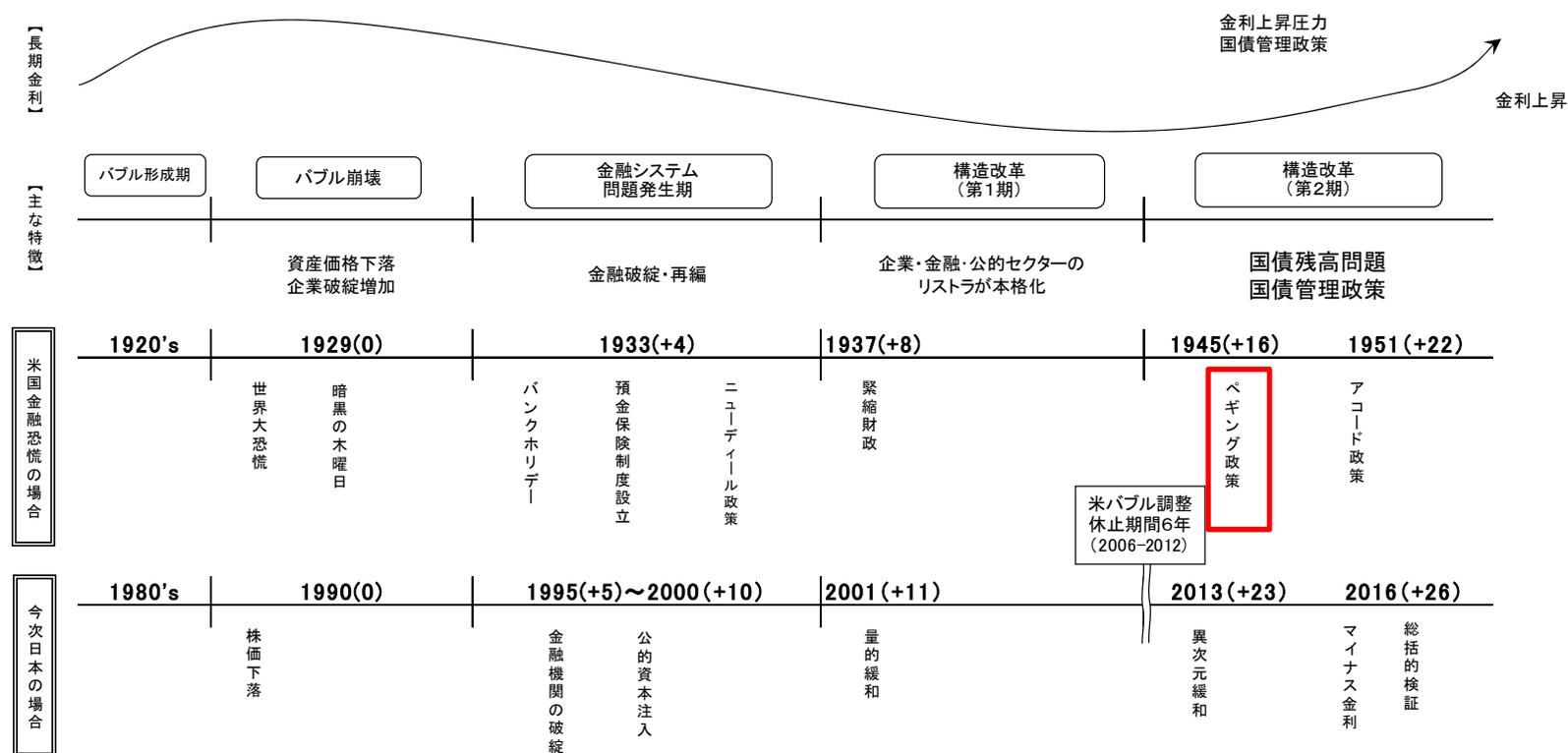
- デフレは第二次世界大戦後、主要先進国では経験がなく、その対策、処方箋の前例がない
- インフレとデフレの「非対称性」
 - ・ デフレもインフレもマネタリーな現象ではあるが、デフレへの対応は金融緩和だけでは困難
 - ・ インフレへの対処は、不人気な政策のため、中央銀行への独立性が必要
 - ・ 一方、デフレについては、その対処の仕方がインフレと対称的とは位置付けられない
- デフレには政策の総動員でのマインド改善が必要



1940年代米国の実例、長期金利水準の固定化(ペギング)

- 米国は戦時中に長期金利を実質2%の水準で固定化する「釘付け(ペギング)」を実施
 - ・ 国債保有の主体が国内銀行中心にある中、急速な金利上昇に伴う金融機関への変動回避、財政の持続性への不安を低下させることを企図

【アメリカの大恐慌と1990年以降の日本の調整の比較】

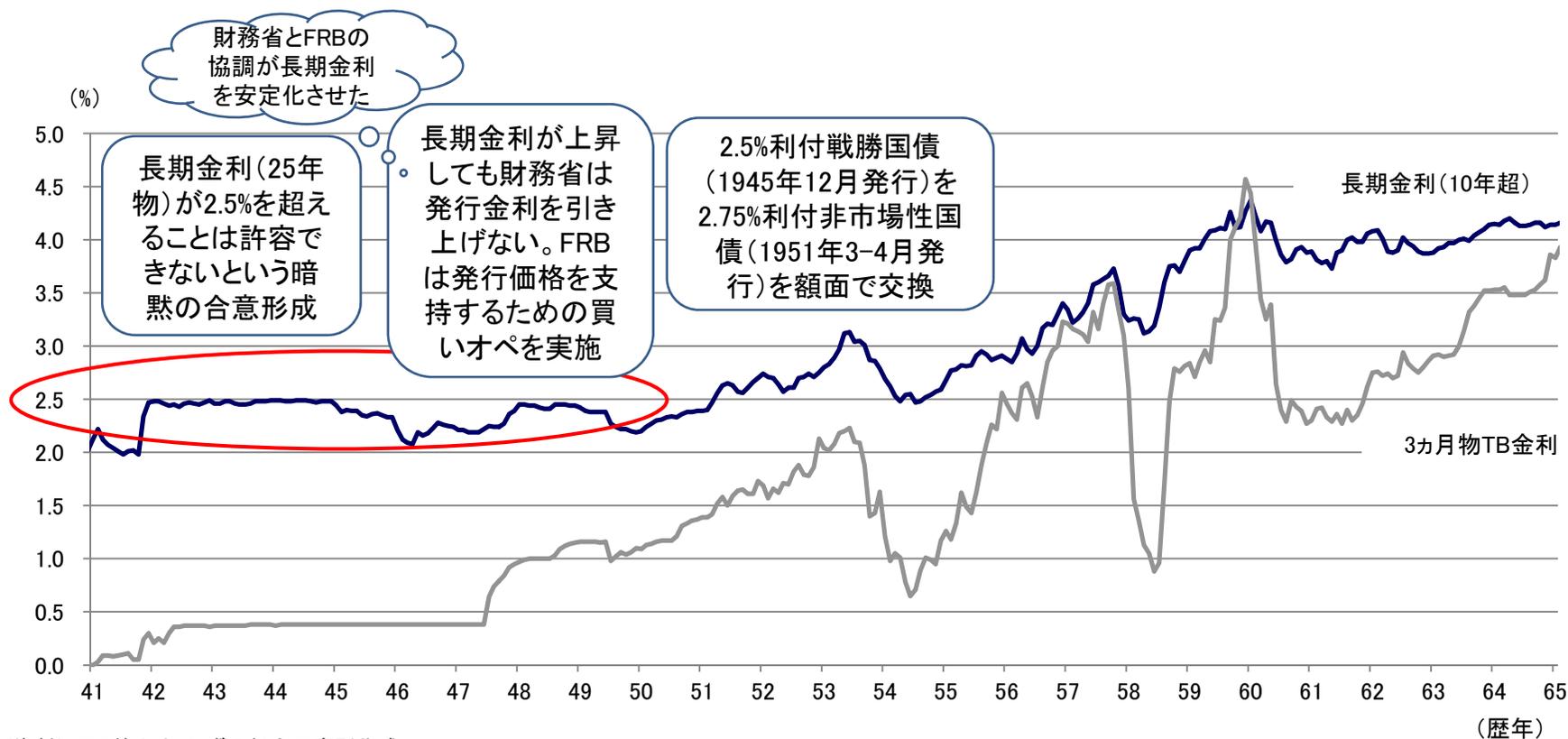


(注) 括弧内はイベント発生からの経過年数
 (資料) 高田創『国債暴落』(2013年、中央公論新社)より、みずほ総合研究所作成

米国のペギングでは、財務省と中央銀行の協調が長期金利の期待形成を管理

- 米国の金利ペギングでは中央銀行の暗黙裡のコミットメントで長期金利の天井が2.5%であるとのコンセンサスが形成
 - ・ 1942年2月の財務省とFRBの会議で、財務省が2.5%を金利の上限として国債を調達し、FRBがそれに協力することを確認。短期金利(3ヵ月)は流動性プレミアムを2%として0.5%に「釘付け」された
 - ・ 1951年にアコードヘシフトして、FRBは長期国債購入を停止。債券コンバージョンを実施して国債売却圧力を抑制

【米国のペギングからアコードにおける長短金利】

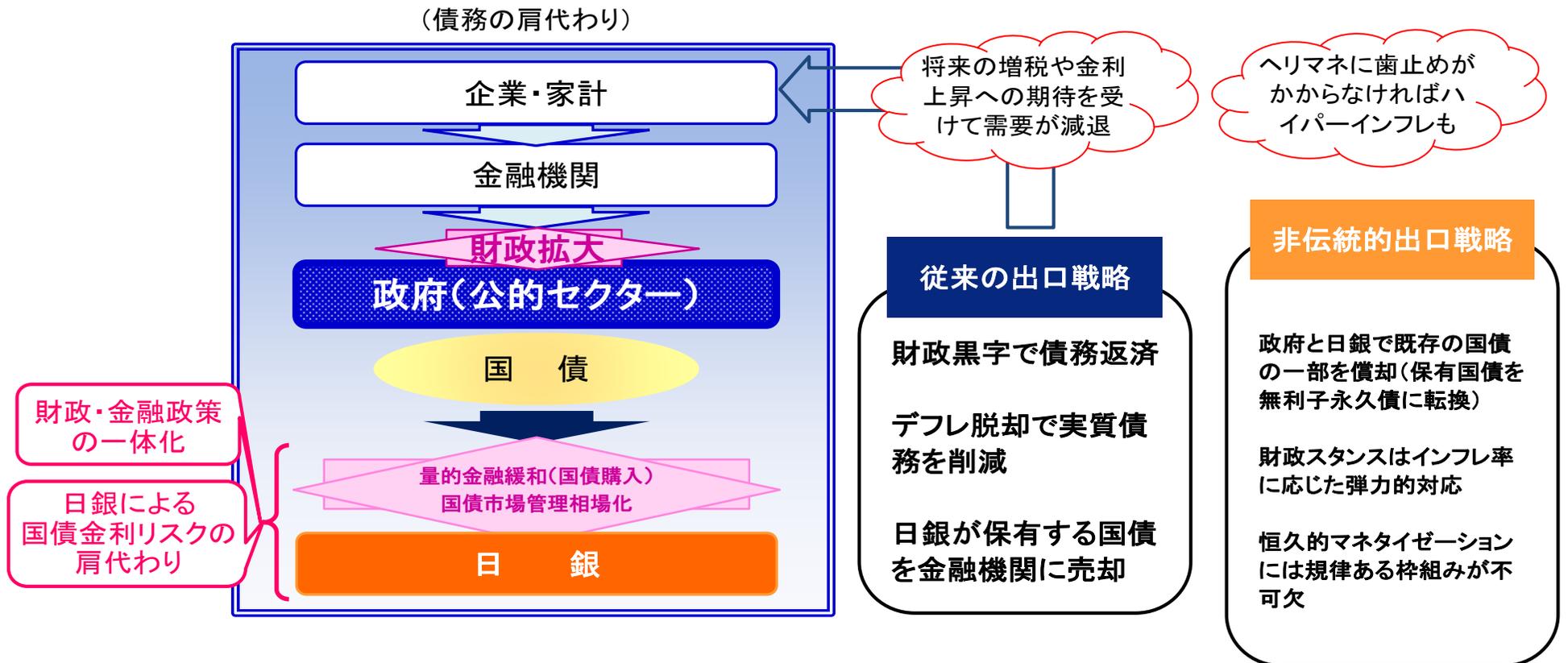


(資料) FRB等より、みずほ総合研究所作成

残った国債残高の重さにどう対処すべきか

- 国債残高の積み上がりは、リカーディアン的には増税負担から家計のマインドを低下
- 国債残高の増加で日銀が売却で金利上昇不安
- 不安をどう除去するかが出口で不可欠に(ヘリコプターマネーの議論、FTPLの検討も)

【 バランスシート調整の最終局面概念図 】

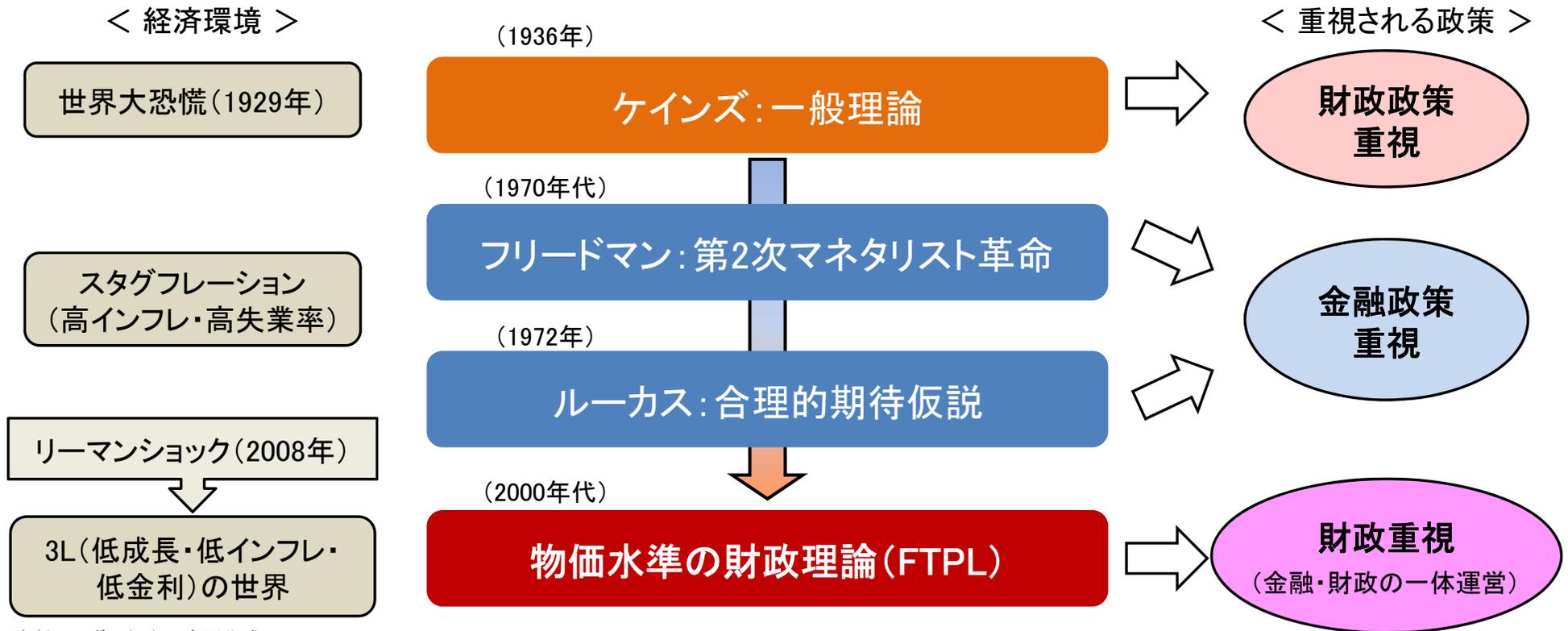


(資料)みずほ総合研究所作成

FTPL、財政と金融政策との一体化の新たな世界的潮流、金融政策の限界を意識

- 近年、金融政策のみではインフレの長期的変動をコントロールできないとする理論が注目
- 物価水準の財政理論 (FTPL) では、物価水準を決めるのは金融政策ではなく財政政策である
 - ・ 政府と中央銀行のバランスシートを連結した一体運営を仮定した理論
 - ・ FTPLは金融政策の限界を念頭に、デフレ下において、金融政策の効果が低減するなか、金融政策と財政政策を一体運営することで、物価に働きかけるもの

【 政策に影響を与えた経済学派の変化 】



(資料) みずほ総合研究所作成

本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、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。