



BNP PARIBAS

我々は裁量的なマクロ政策の限界を試すのか？

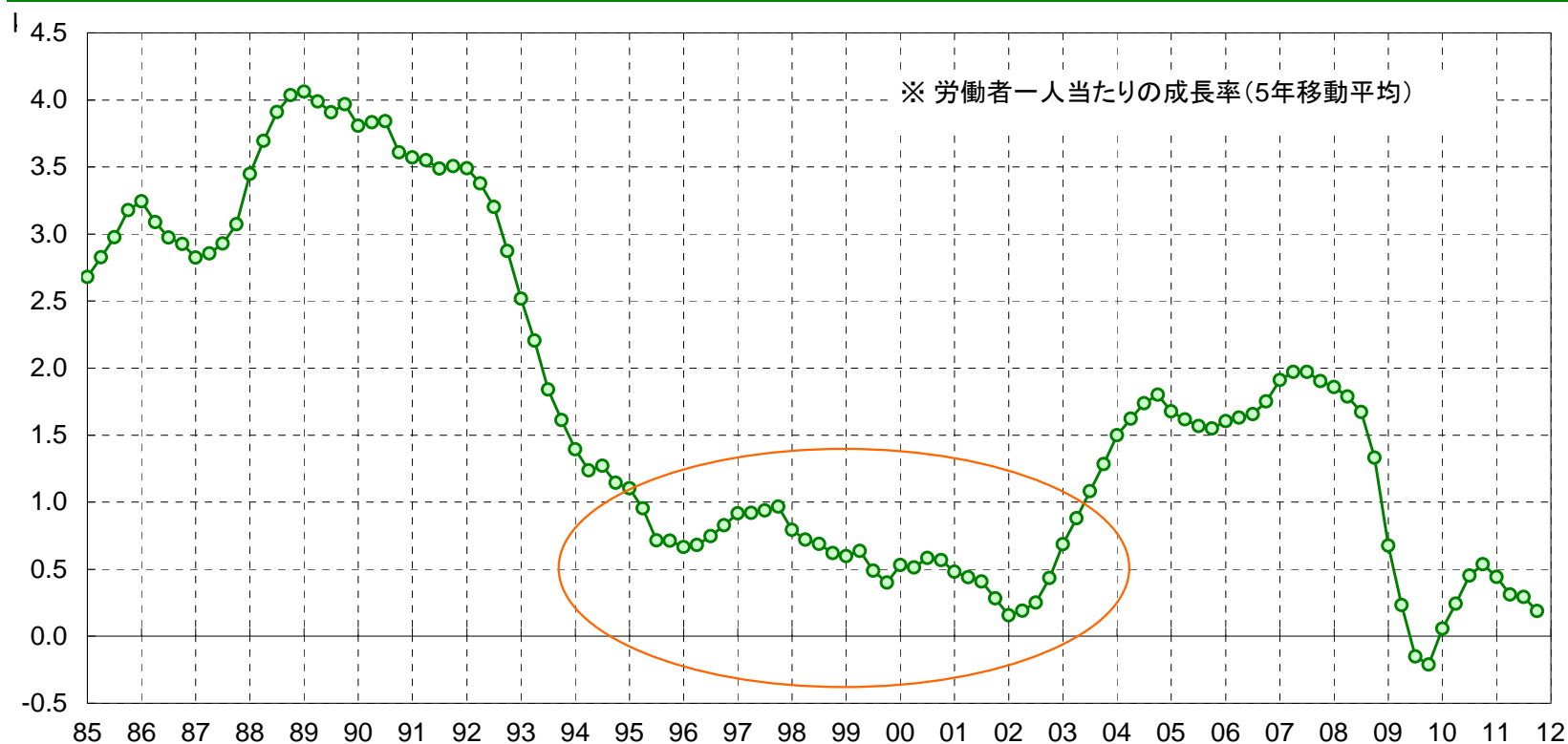
「先食い」と「先送り」の経済学

BNPパリバ証券

チーフエコノミスト 河野龍太郎

日本の90年代の教訓：財政・金融政策は正しい処方箋ではない バランスシート問題の解決によるトレンド成長率の回復が必要

日本の一人当たりのトレンド成長率(=実質均衡金利、%)



(出所)内閣府、総務省資料より、BNPパリバ証券作成



米欧でも猶予政策 (Forbearance Policy)

世界金融危機後、米欧はアグレッシブな財政・金融政策を採用

図1: 米国の一人当たりのトレンド成長率(=実質均衡金利、%)

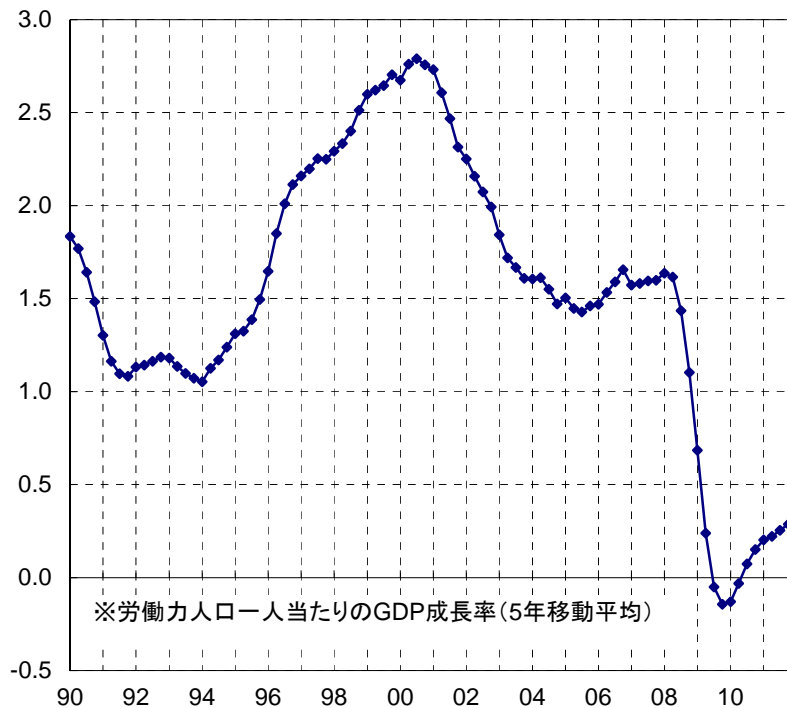
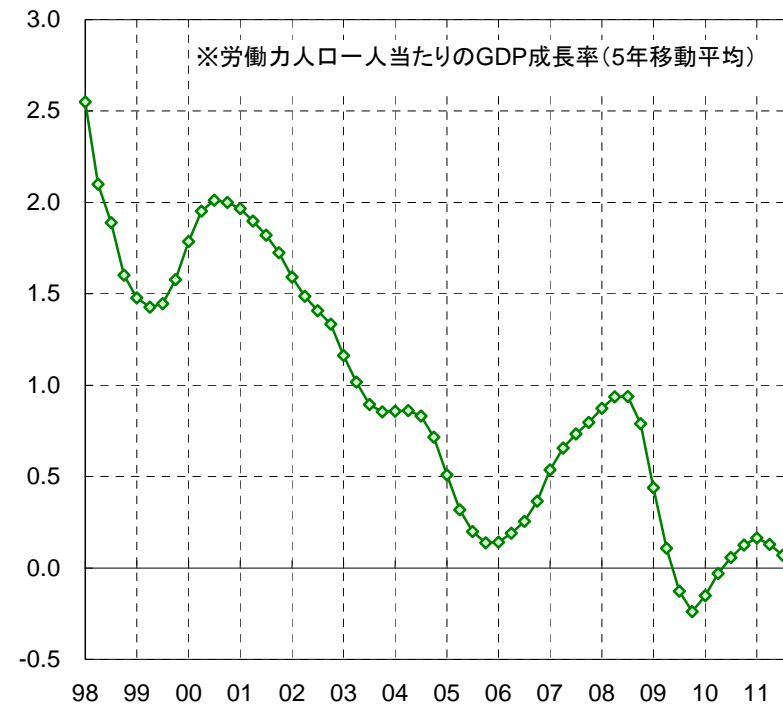


図2: ユーロ圏の一人当たりのトレンド成長率(=実質均衡金利、%)



(出所)EcoWin、Bloomberg、Eurostat資料より、BNPパリバ証券作成

米欧のアグレッシブな金融緩和の副作用

2009年～2011年の新興国主導の世界経済拡大の背景

図1: 中国の外貨準備高(10億ドル)

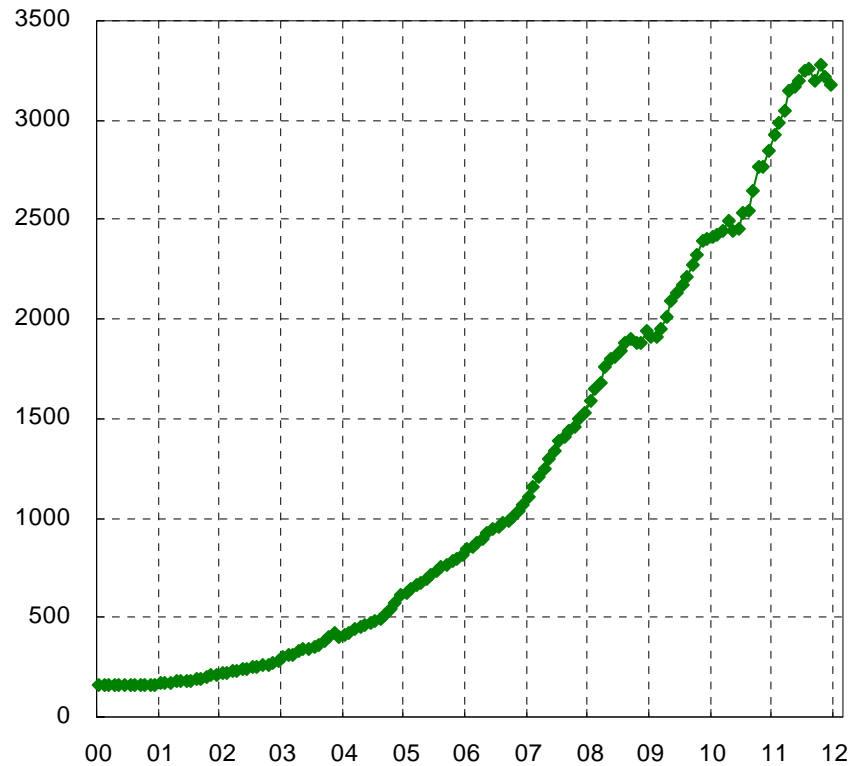


図2: 原油価格の推移(ドル/バレル、WTIスポット)



(出所)EcoWinより、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

南欧国債バブルの崩壊

リーマンショック後の拡張財政も影響

図1: 南欧とドイツの国債金利スプレッド(10年国債、%)

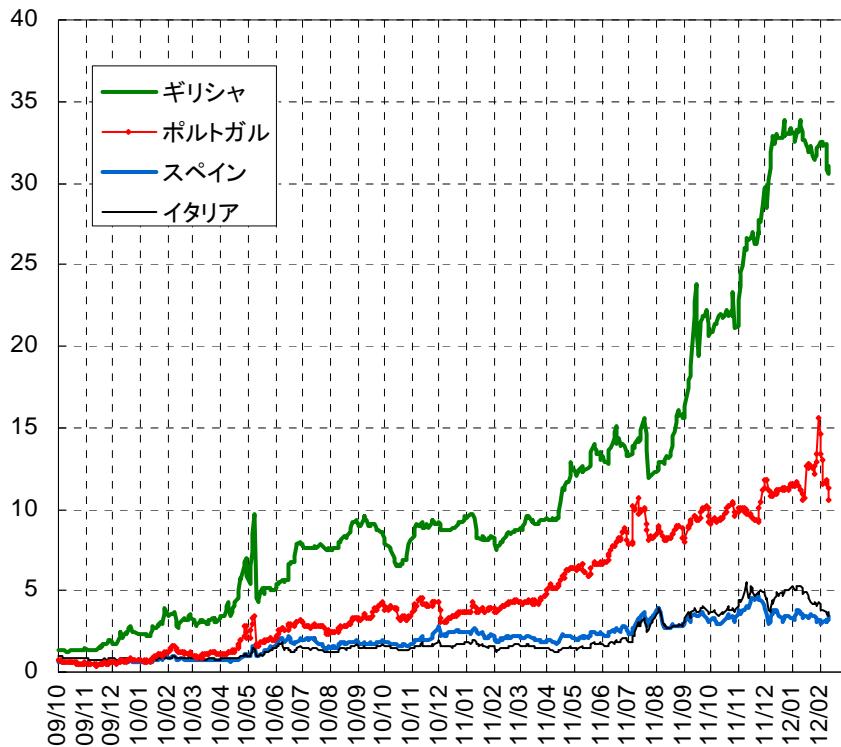
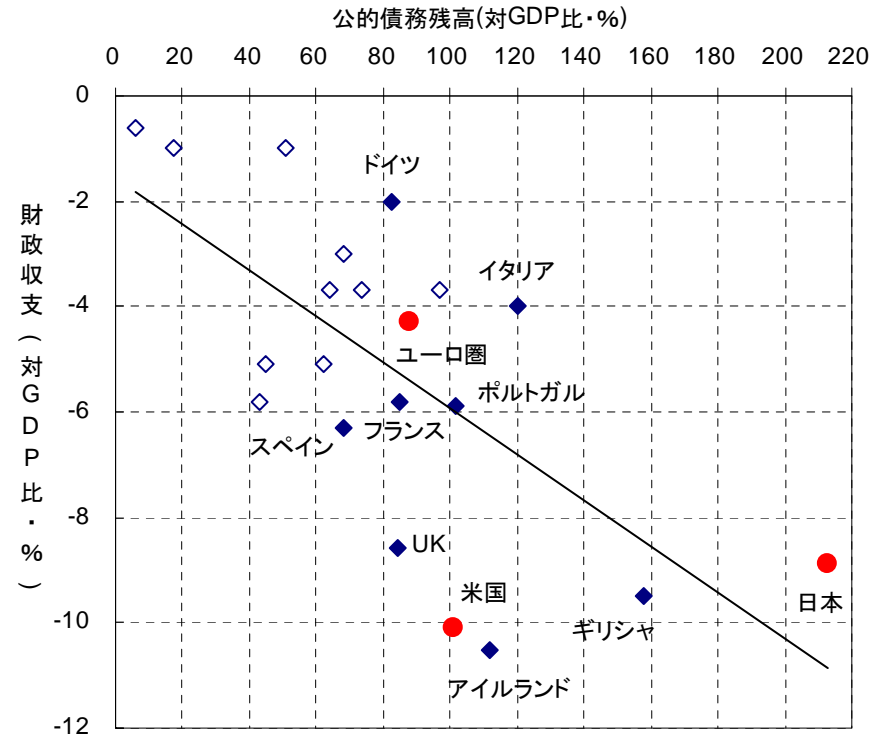
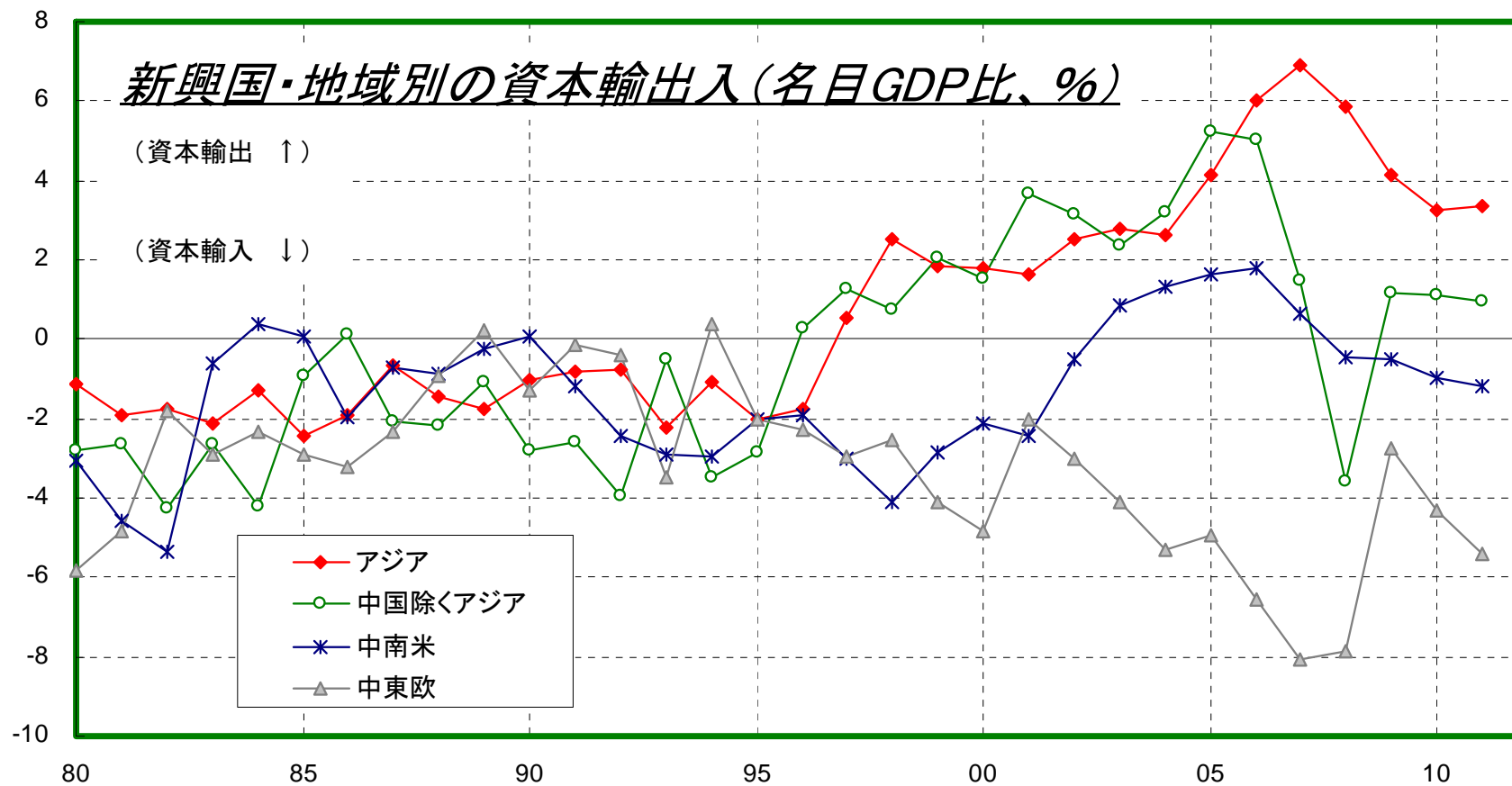


図2: 各国の財政状況 (2011年・推計値)



(出所) Bloomberg、OECD、欧州委員会資料より、BNPパリバ証券作成

新興国での欧州系金融機関のデレバレッジの影響は？



(出所)IMF資料より、BNPパリバ証券作成



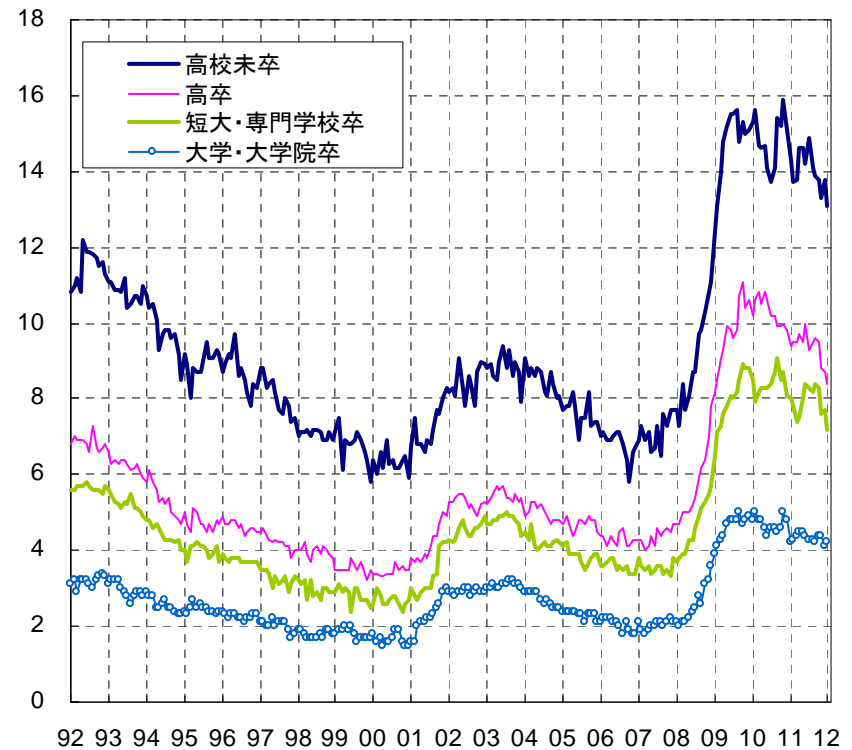
米バランスシート調整は6割程度進捗

FEDに追加緩和を迫る政治的プレッシャー

図1: 米国の持ち家比率(%)



図2: 米国の学歴別失業率(%)



(出所)EcoWin、Bloombergより、BNPパリバ証券作成



ドイツの景気過熱は吉か凶か？

南欧には実質為替レートの調整が必要

図1:ドイツとギリシャの失業率(季節調整値、%)

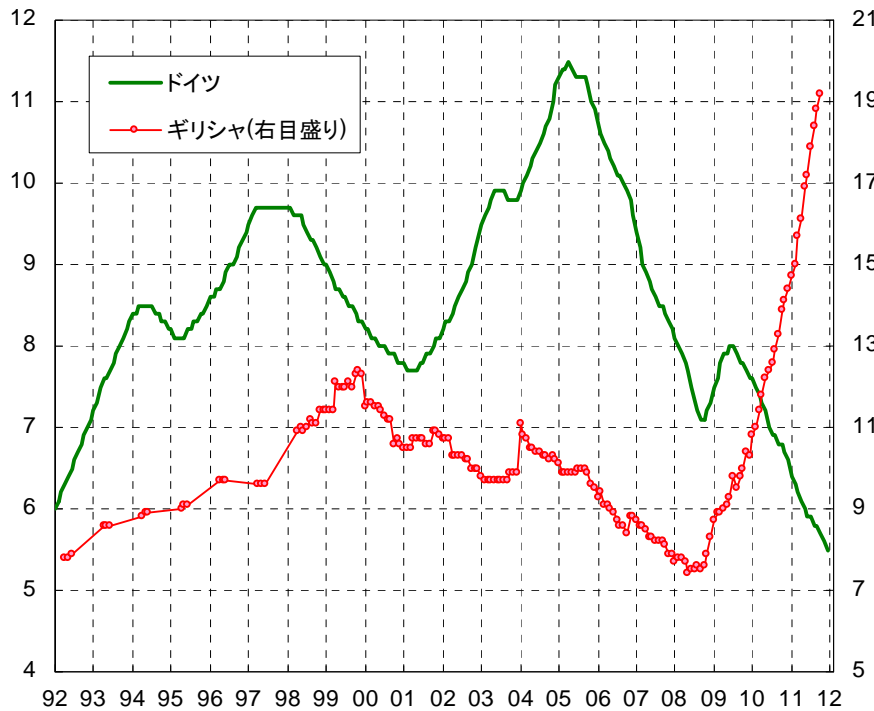
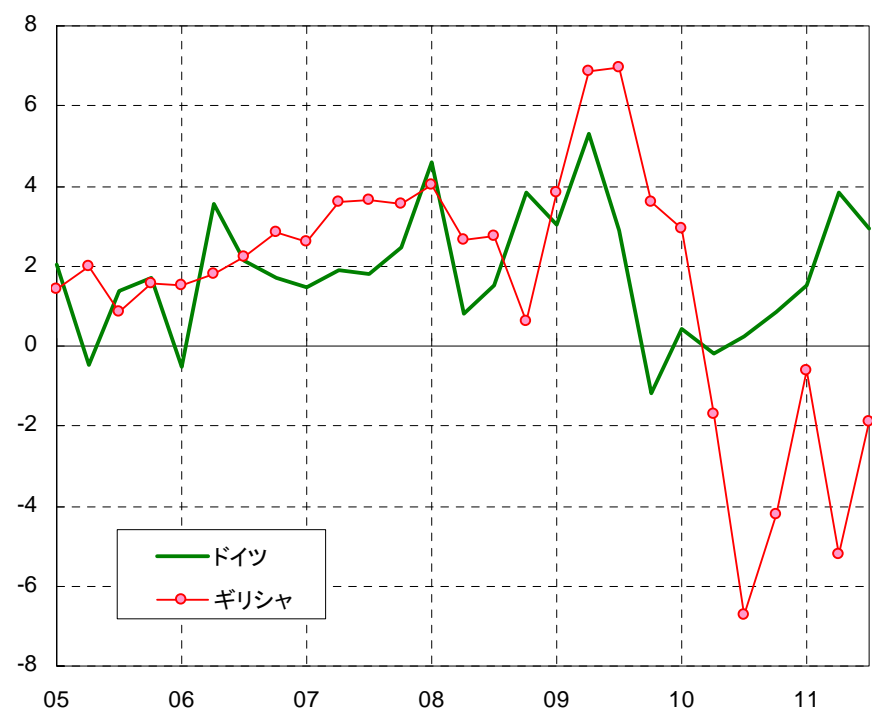


図2:ドイツとギリシャの賃金上昇率(%)



(出所)EcoWinより、BNPパリバ証券作成

非ケインズ効果①: 阻害される資本蓄積

民間純貯蓄を食いつぶす財政赤字

図1: 日本: 国民純貯蓄の推移 (兆円、名目、年度)

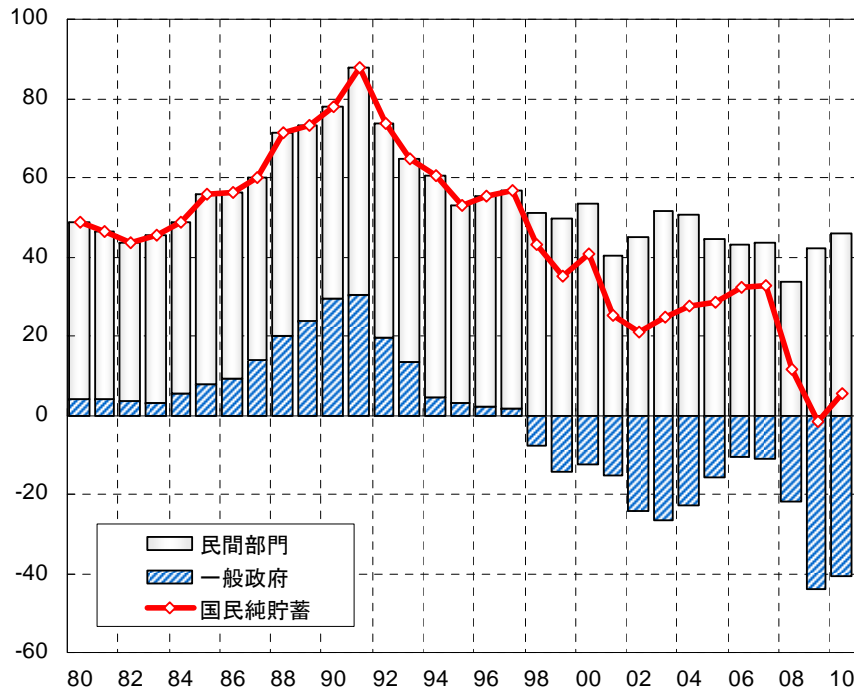
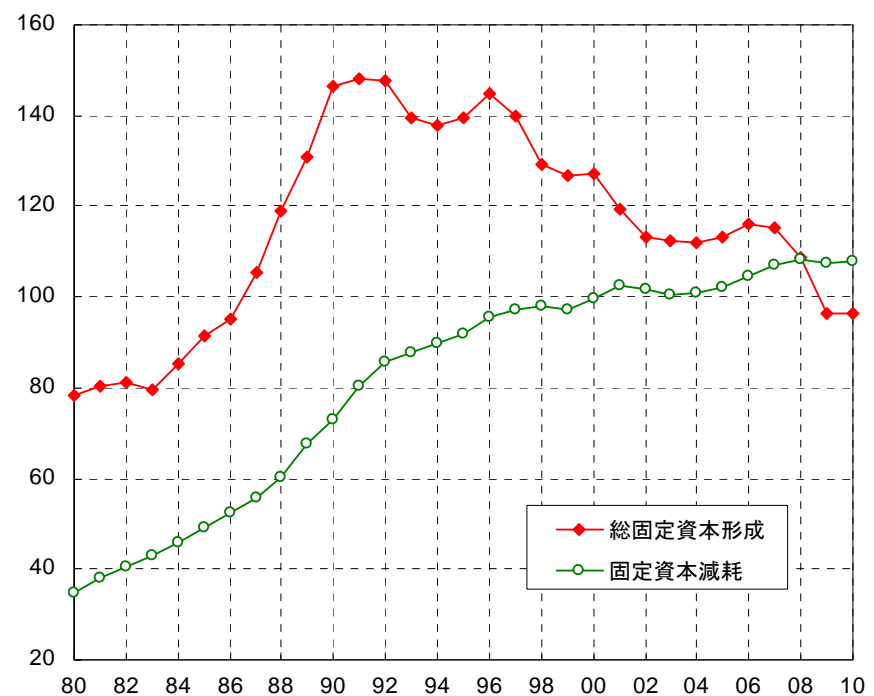


図2: 日本: 総固定資本形成と固定資本減耗 (兆円、名目、年度)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



非ケインズ効果②: 将来負担の増加懸念が現役世代の消費を抑制 高齡化要因を除くと貯蓄率は上昇

図1: 日本: 高齡化要因を調整した家計貯蓄率の推移(暦年、%)

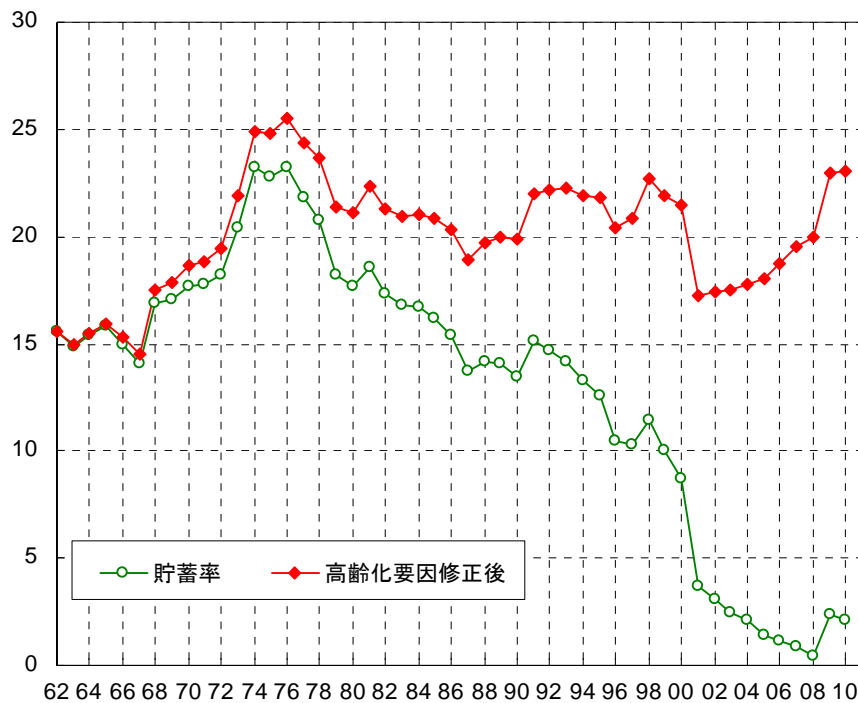
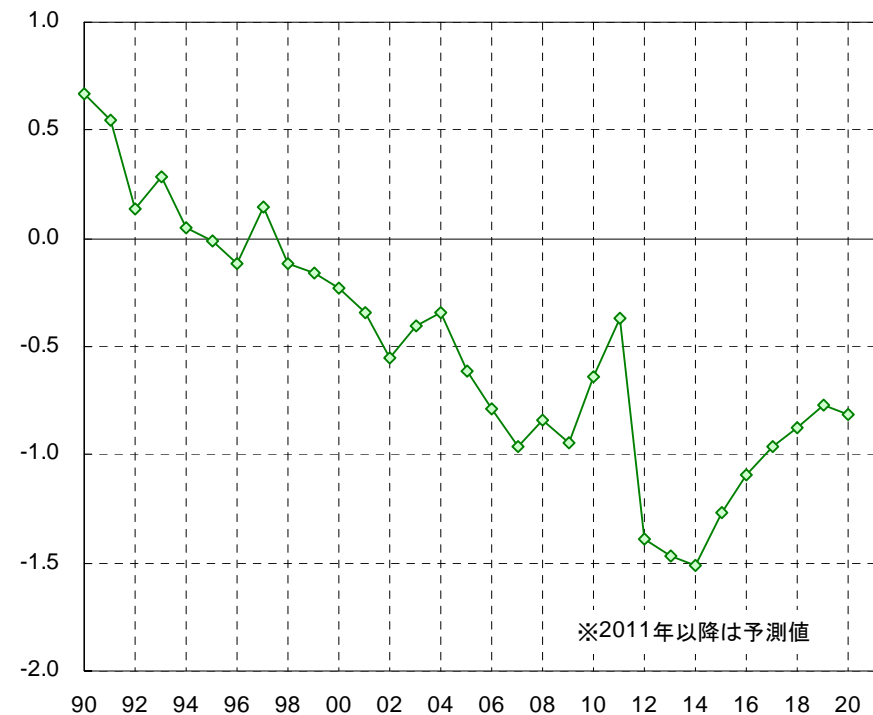


図2: 日本: 生産年齢人口(15~64歳、前年比、%)



(出所)内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より、BNPパリバ証券作成

仮説1: 民主主義の下では危機が生じなければ改革は進まない
仮説2: 裁量的なマクロ政策は構造政策を先送るための言い訳

- 民主主義国家では、明確な痛み(=危機)が認識されなければ、有権者に負担を強いる政策を決定できない。あらゆる問題は将来世代に先送り。90年代の日本だけでなく、2000年代末以降の米欧でも同様であった。
- 裁量的なマクロ安定化政策は構造政策の痛みを緩和するためではなく、構造政策を先送りするための言い訳になっていないか。近視眼的な政策が行われる一方、金融イノベーションによって先送りの技術はさらに進み、危機のマグマが溜まっている。
- 「マクロ経済の仕組み」に関する我々の理解・知識は限られており、慎重な姿勢が必要。裁量的なマクロ政策が万能と考えることの危険性、あるいは進歩主義的な介入主義への過度な信頼に対する反省が、世界金融危機から得られた教訓だったのではないか。
- 仮説が民主主義における普遍的な法則であれば、欧州と同様、ソブリン危機・金融危機が訪れるまで、日本の財政健全化も先送り。





BNP PARIBAS

商号等/BNPパリバ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2521号
加入協会/日本証券業協会、(社)金融先物取引業協会

この文書は有価証券・外国為替等の購入、売却その他の取引を勧誘し、または推奨するものではありません。ご提供いたします情報は、十分信頼できる情報源に基づいておりますが、BNPパリバ証券株式会社は、情報の正確性および完全性について、保証はいたしません。本資料に記載された意見は表記時点での当社の判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。当社ないしは当社の関連会社またはそれらの従業員は本資料の情報に基づき有価証券・外国為替等を保有し、または自己勘定で、または他人の委託を受けて売買を行うことがあります。本情報を使用することにより生ずる、直接または間接のいかなる種類の損失に対しても、弊社は責任を負いかねます。この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものです。投資に関する最終決定はお客様ご自身でなさるようお願い申し上げます。