



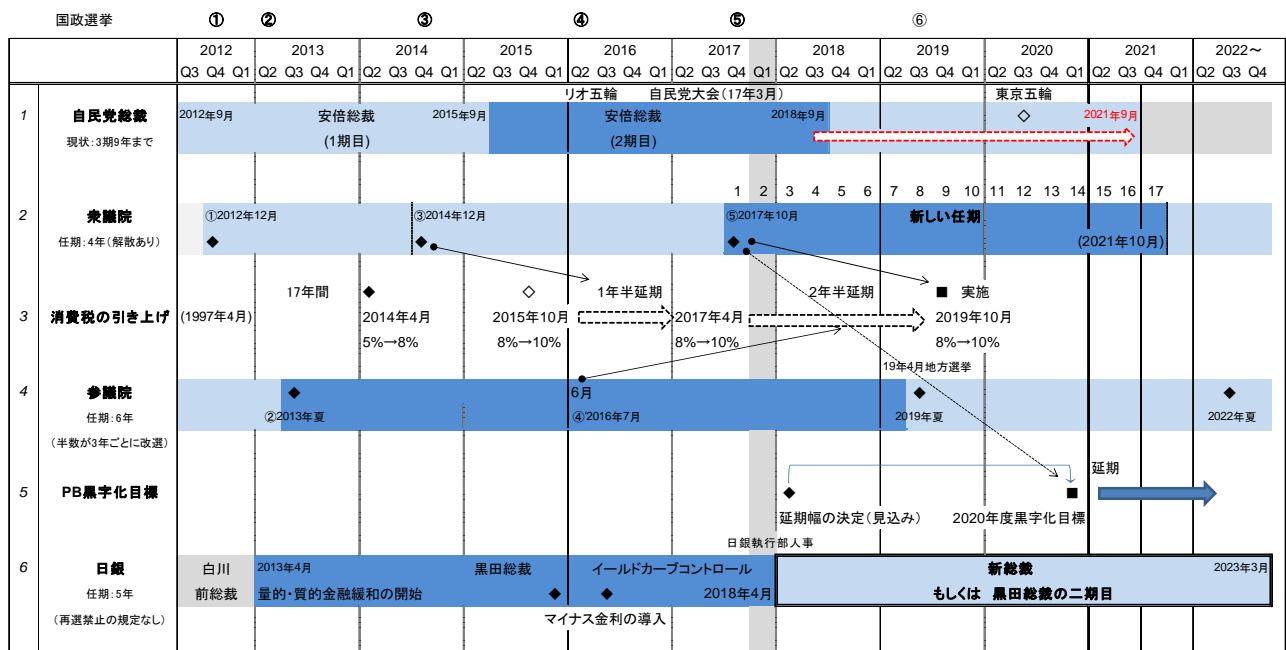
### 総選挙後の日本経済見通し:物価目標達成に向け財政・金融政策が協調する時

**自民党の圧勝** 10月22日に衆議院選挙が実施され、台風の影響で最終的な結果は確定していないものの、与党が3分の2の議席を確保する見通しとなった。立憲民主党は大幅に議席数を伸ばし、「希望の党」は公示前の議席を下回るにとどまり、その他の野党勢力も議席を減らす結果となった。

**「勝ち逃げ論」の後退** 解散直後こそ、小池都知事の新党結成、代表就任を受けて「希望の党」が躍進するとの見方から、「与党が大幅に議席を減らし、与野党に存在する金融緩和維持の修正を求める声に配慮して、金融政策が引き締めの転じるのではないかと」の懸念があった。与党が圧勝したことで、金融市場では「当面は現在の2%の物価目標、イールドカーブ・コントロールの枠組みが維持される」との見方を保ち、円安・株高の動きとなっている模様だ。「物価目標の達成前であっても、足元の景気回復や株価上昇で良しとして引き締めに向かうべき」という「勝ち逃げ論」が退けられたことは、日本経済にとって大きなプラスであると考えている。

**金融政策の議論は不在** これで安倍首相は国政選挙で5連勝、衆議院の任期は2021年10月までとなり、自民党総裁として安倍首相が来年9月の自民党総裁選挙で勝利すれば、2021年9月までの長期政権となる可能性が高まったとみている(図表1、1行目・2行目)。なぜそのような長期政権が可能となっているかについて考えると、金融緩和による雇用の改善が大きいのではないかとみている。アベノミクスや安倍政権の政策に対する批判としては、様々なものがあるものの、今回の選挙結果は国民にとって「(物価目標は未達であるものの)3%を下回る失業率や正社員の有効求人倍率が1を超えるといった雇用の改善」を始めとする経済指標の改善は重大な関心事である可能性を示唆している。また、来年4月の次期日銀総裁人事についても黒田総裁と同程度に緩和に積極的か、さらに積極的な候補が選ばれる可能性が高まったといえよう(同6行目)。

図表1 2020年頃までの政治スケジュール



(出所) 各種報道より、新生銀行 グループ金融調査部作成

**物価目標の達成見通し** では現在の政策対応で、2%の物価目標は到達可能であろうか。金融市場のコンセンサス（以下「市場」と略す）と日銀の見通しは大きくかい離しており、2018年度は市場 0.8%・日銀 1.5%、2019年度市場 0.9%・日銀 1.8%となっており（2019年度は消費増税の影響を除くベース）、市場は物価見通しの達成に悲観的である。足元の円安・株高で、今後多少物価見通しが上方修正される可能性はあるが、依然として距離があるとみている。

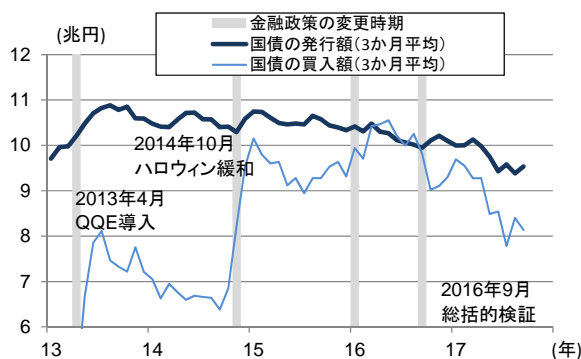
**選挙では2%未達についての議論は深まらず** 残念ながら今回の選挙を通じて明らかとなったのは、日本では「物価目標という共通の土台」が形成されていないということである。安倍首相と菅官房長官だけが「2%の物価目標の達成に明確にコミットし、目標達成前に出口戦略を語るのは時期尚早」としており、与野党を問わず、他の方々は、「現状の金融緩和の枠組みをすぐには変更しないとしつつも、出口戦略に向けた議論は開始すべき」という主旨の意見が多かった。一見すると金融緩和に理解があるようにもみえるかもしれないが、「すぐに金融引き締めに行けば円高・株安になるものの、さりとて物価目標達成まで出口戦略を封印するつもりはない」とのタカ派トーンを示しており、物価目標が共通の土台となっているとは言えないであろう。物価目標が達成されれば、仮に名目金利がゼロ%でも実質金利はマイナス2%となるため、その分景気の安定化効果が期待できる（バーナンキ(2017)）。

**米国では2%物価目標が定着** なお、中央銀行の人事という意味では現在、米国でも2018年2月以降の次期FRB議長の人事を巡り、タカ派のテイラー教授・元財務次官の就任か、ハト派のパウエル理事の昇格、イエレン議長の続投となるかに注目が集まっている。しかし、2%の物価目標自体は議論の対象にすらならず、共通の土台として定着している点は日本は大きく異なる点であろう。

**物価目標未達の要因** これまでの金融緩和や雇用の改善にも関わらず、2%の物価目標が達成されていない要因として、2014年4月の消費増税による経済・物価の押し下げが大きく寄与したとみており、足元の需給ギャップの縮小や株高に安心せず、物価目標の達成を確実にする必要があると考えている。

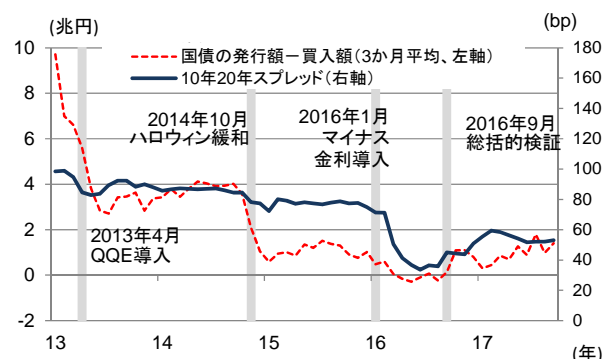
**カーブのフラット化と「財政の利活用」** 昨年9月の日銀の総括的検証以降、日銀は10年の長期金利をゼロ%に誘導することをターゲットとしている。日銀の国債買入額は減少する一方、国債の発行額も徐々に減少しつつある（**図表2**）。そうした中、国債の発行額マイナス買入額のみた「国債の需給」はほぼ横ばいか、やや悪化傾向にある（**図表3の点線**）。需給の悪化により、イールドカーブのスティープ化につながってもおかしくないが、実際はイールドカーブがフラット化しており、これを受けた金融セクターの利ザヤ縮小に対する懸念が強い。10月22日、安倍首相は、「年内に新しい経済政策を取りまとめる考え」（NHK報道）としており、金融市場では2020年度のプライマリーバランス(PB)の黒字化目標の延期と併せて「拡張的な」財政政策が取られるとの見方が多い様だ。できれば来年のPB黒字化目標の延期は、物価目標の達成までとすることが望ましい。経済財政諮問会議では、「財政の利活用」がうたわれており、現在は「少子高齢化克服のための財政支出拡大の余地」があるといえよう。国債増発を伴う文教科学費や減税の実施等の拡張財政を取れば、イールドカーブのスティープニングに寄与しよう。今回の与党の勝利を、物価目標の達成、日本経済の持続的な回復、カーブのフラット化による利ザヤ縮小という金融セクターの懸念払しょくにつなげるためには、消費増税を出来るだけ慎重に判断し、戦力を逐次投入せずに財政・金融政策をフル活用するときであろう。

**図表2 昨年、国債の買入額が発行額をやや上回る水準まで増加、総括的検証以降は買入額が減少**



(出所)財務省、日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

**図表3 イールドカーブは、マイナス金利導入以降にフラット化、総括的検証後もフラットな形状は継続**



(出所)財務省、日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

(参考文献)バン・S・バーナンキ(2017)「日本の金融政策に関する一考察」IMES DISCUSSION PAPER SERIES No. 2017-J-12

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。  
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会