



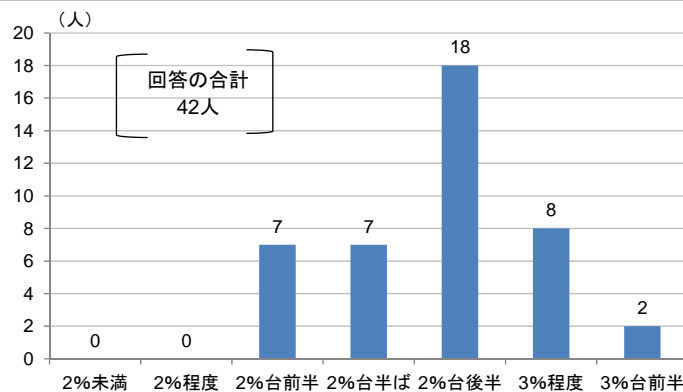
「主な意見」を踏まえた今後の日本経済見通し

新任の片岡委員が反対 本日、日銀金融政策決定会合(9月20～21日開催分)の「主な意見」が公表された。同会合ではこれまで金融緩和に反対してきた木内委員と佐藤委員が退任し、新たに鈴木委員と片岡委員が任命された初めての会合であり、事前には全会一致での現状維持が予想されていた。しかし、片岡委員が「資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度頃に2%の物価上昇率を達成するには不十分である」との理由で反対票を投じたため、今回の「主な意見」によって「どのような観点から反対したのか、今後の追加緩和の可能性はあるのか」が明らかになるかに注目が集まっていた。

消費税の影響が浮上 「主な意見」では、海外の中央銀行の議事録等と同様、発言者は特定できないものの、片岡委員の反対票は、2019年10月の消費増税による経済・物価の下押しを懸念したものであることが示唆される。具体的には、「Ⅱ. 金融政策運営に関する意見」の中に、「2019年10月に消費税の増税が予定されている中、「物価安定の目標」の達成・安定化に向けて、追加金融緩和によって総需要を一段と刺激することが必要である。」との発言があり、また「国内経済情勢」の中に「家計部門では、将来の家計負担の高まりが見通される状況下、現在の所得増加が持続的な所得増加期待につながりにくい。企業部門では、設備稼働率や期待成長率が十分に高まっていない。こうした点から、国内民需の増勢テンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い」(太字、下線は筆者が付与)との発言がある。上記の「将来の家計負担の高まり」は、社会保険料の上昇というよりも、消費増税によるものと考えられ、この2つは同じ委員による発言である可能性が高いであろう。これまでの日銀の「消費増税の経済・物価の下押し圧力」は、当方の見方よりも過小評価していた可能性があるともみており、その点で画期的な内容であるとみている。

物価見通し 物価については、物価目標2%を引き下げるべきとの見方や、失業率が3%を下回っているものの、物価・賃金の伸びが加速していないことから金融緩和の長期化の影響への懸念がある。こうした見方を意識してか、「主な意見」では、「2%のインフレ目標にコミットする一つの理由は、景気の実勢や構造失業率を正確に把握することはできないことにある。構造失業率を3.5%とする推計値を前提として金融緩和を止めていたら、現在の2.8%の失業率は実現していない。」との意見が出ていた。本日公表された8月の完全失業率は2.8%となり、過去7か月の内、3.1%だった5月を除く6カ月で2.8%であった。また、8月のコアCPI(前年比)は0.7%となったものの、生鮮食品・エネルギーを除く総合では+0.2%にとどまっており、まだまだ物価の基調が強いとは言えない状況にある。図表1にある通り、今年5月のエコノミストを対象とした調査では、『「完全雇用」に相当すると思われる失業率は』という設問に対して、2%台後半との回答が最も多くなっており、上記の「主な意見」で言及されている3.5%よりは低くなっている。一層の失業率低下というメリットを享受しつつ、物価上昇というコストはそれほど払わなくてすむ可能性を示唆している。

図表1 『「完全雇用」に相当すると思われる失業率は』の回答結果 (ESPフォーキャスト(2017年5月調査))



(出所) 日本経済研究センター(ESPフォーキャスト調査)、新生銀行 グループ金融調査部作成

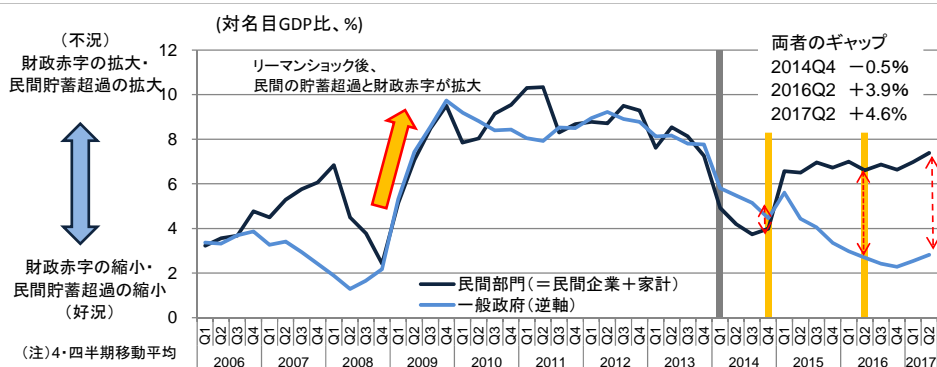
日銀よりも市場に近い物価見通しか なお、7月の日銀の展望レポート(経済・物価情勢の展望)では、2019年10月の消費増税を前提にコアCPI(消費増税の影響を除く)は、2017年度+1.1%、2018年度+1.5%、2019年度+1.8%と順調に2%に向けて拡大していく見通しが示されている。上記の発言をした委員はこのような物価見通しが楽観的であるとみていることになる。なお、同指標を日本経済研究センターの実施するESPフォーキャスト調査でみた市場予想の平均は、2017年度0.63%、2018年度0.83%、2019年度0.95%と1%以下となっており、日銀の見通しの中央値よりもかなり低くなっており、同委員は展望レポートの中心的な見通しより市場予想に近い経済・物価見通しを持っている可能性がある。

当部の見方に合致 当部では、2019年10月の消費増税を前提に、実質GDPを2017年度・2018年度と2%前後と強気でみても、物価は2017年度+0.6%、2018年度+0.9%の後、2019年度+0.7%、2020年度+0.6%とプラス幅が縮小することを見込んでいる¹。日本経済は、大胆な金融緩和と一部拡張的な財政政策により大幅に改善しているものの、**図表2**にある様に企業と家計を合わせた民間部門の貯蓄超過幅が2014年以降、拡大に転じている。政府の財政赤字と、民間部門の貯蓄超過のギャップは、過去2回の増税延期時よりも拡大しており、民間の支出行動は冷たくなっている一方、政府の財政赤字のみ改善している「民冷官熱」の状態にある²。上記の片岡委員の反対理由である「資本・労働市場に過大な供給余力」、つまり資本(=設備投資)を増やすほど企業が前向きになれていないこと、労働市場がまだタイトになり切っていないことは、この民間の貯蓄超過に反映されているとみており、極めて妥当な見解であろう。

リーマンショック級で増税は延期 9月の金融政策決定会合後、9月25日に安倍首相は記者会見で2019年10月の消費増税時に、増税分の使途を借金返済(過去の社会保障)から今後の教育無償化等を含む社会保障に振り向ける方針を示し、同26日のテレビ番組では「リーマンショック級なら(3度目の)延期もありうる」ことを示唆していた。これは10月22日の総選挙で自公政権が継続した場合、今後の景気動向次第で延期がありうるということであろう。

事実上の景気条項の復活 当部は、9月25日の総理会見前のレポートで、景気条項を復活すべき、具体的には「現在の議論では「消費税の使途をどうするか」が焦点となり、2019年10月の消費増税自体は「実施するのが前提」となっている。しかし、消費増税の判断はできるだけ内外の景気を見て判断できるようにするべきで、今回の選挙時点で「景気条項」を復活させた上で、増税の可否は来年の秋に慎重に判断すべきではないか」とした。景気条項自体は復活されていないものの、上記の安倍首相の発言で実態としてはこれに沿ったものとなったとみている。今後、消費増税の有無、追加の財政拡大・金融緩和の有無が焦点に浮上しよう。

図表2 部門別の資金過不足:民間部門(=民間企業+家計)と一般政府の動き:過去2回の増税延期時よりも、民間部門の貯蓄超過と財政赤字のギャップは拡大 ⇒ 財政の改善ペースが「早過ぎる」可能性



(出所)日本銀行、内閣府より、新生銀行 グループ金融調査部作成

¹ 詳細は、新生銀行 グループ金融調査部「2017年4-6月期GDPを踏まえた2020年度までの日本経済見通し」(2017年8月24日)を参照されたい (http://www.shinseibank.com/corporate/news/pdf/pdf2017/170824_report_j.pdf)。
² 詳細は、新生銀行 グループ金融調査部「消費増税は時期尚早、景気条項復活・財政法改正で「投資国債」を発行すべき」(2017年9月25日)を参照されたい。 (http://www.shinseibank.com/institutional/markets_info/pdf/MRFRD-20170033.pdf)

日銀の委員会制度の復習: 反対票は政府と日銀の不協和音なのか なお、片岡委員が反対票を投じたことについて、「新任の委員が反対票を投じたことを、政府との不協和」と捉える見方があるようだ。しかし、現在の日銀法の制度では、政策委員は「独立」して経済や金融政策について判断することが期待されている。9月の会合前には「全会一致で議論が低調となってよいのか」と予定調和の議論になることを批判的に見る意見があった。しかし、実際に反対票が出ると「和を乱す、政府との乱れ」との見方が出るのは守備一貫していないのではないのか。

反対票に対する法律的な見方 日銀法における「独立」は、2つの意味があり、①インフレ的な政策を求める政府からの「独立」、②9人の政策委員間の相互の「独立」の2つである。①は良く理解されていると思われるものの、②については実は法律の条文だけ読むとやや曖昧なので、やや遡って確認しておきたい。日本銀行法第16条には、「(組織) 第十六条 **委員会**は、**委員**九人で組織する。

2 委員は、審議委員六人のほか、日本銀行の総裁及び副総裁二人をもってこれに充てる。この場合において、**日本銀行の総裁及び副総裁は、第二十二条第一項及び第二項の規定にかかわらず、それぞれ独立して委員の職務を執行する。**

(以下、略)

とあり(**太字、下線は筆者が付与**)、総裁と副総裁は独立して委員の職務を執行するとあり、ここで「委員会」とは、政策委員会のことであり(同第14条)、金融政策決定会合で決定する「金融調節事項」はこの委員会で決定される(第17条)。そして、上記の第16条で「～にも関わらず」とある第22条の該当部分は、「(役員の職務及び権限) 第二十二条 総裁は、日本銀行を代表し、委員会の定めるところに従い、日本銀行の業務を総理する。

2 副総裁は、総裁の定めるところにより、日本銀行を代表し、総裁を補佐して日本銀行の業務を掌理し、総裁に事故があるときはその職務を代理し、総裁が欠員のときはその職務を行う。」

である。つまり、総裁が日銀の業務を総理し、副総裁は総裁を補佐する役割を負うが、政策委員会での審議では独立して委員の職務を行うこととなっている、ということである。現に2007年2月の追加利上げの際には、この規定に基づいて岩田一政副総裁(当時)が議長提案に反対票を投じたことがある。では、委員の内、総裁・副総裁3名以外の6名の委員はどうなるのであろうか。1997(平成9)年2月6日に金融制度調査会が公表した「日本銀行法の改正に関する答申」の解説によれば、

「3. (政策委員の独立した職権の行使) 政策委員会において、**委員は、独立してその職務を行う**が、執行部門からの委員である総裁及び副総裁は、業務執行上は、ラインの関係にあり、委員としての義務と執行部役員としての義務が相反することもありうることから、総裁・副総裁につき、政策委員会においては、委員として独立して職務を行うことを明確にする。」

とされている(http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusei/tosin/1a601f4.htm)。つまり、総裁・副総裁3名以外の6名の委員が独立して職務に当たるのは当然であるため、法律には明記はされていないということである。委員会制度では、旧日銀法における産業界の代表ではなく、「経済又は金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験のある者のうちから、両議院の同意を得て、内閣が任命する」(第23条)とされており、委員それぞれが独立して議論を行うことで、より適切に政策目標を達成する様に意図されている。このため、仮にある委員が特定の経済や金融政策の見方をする方向性を持っているとみなされたとしても、その様な見方とは独立にその時々最善の経済・物価見直しならびに金融政策の判断を持って投票行動を行うことが期待されている制度となっている。

サプライズの軽減 また、日銀法改正時には、「開かれた独立性」が意図されていた。今回は、上記の様に主な意見によって、今後の経済・物価状況や議論によって追加緩和がありうる事が明らかとなったのではないのか。2014年10月のいわゆるハロウィン緩和や、2016年1月のマイナス金利導入時には、事前に追加緩和の情報発信がなかったため、「サプライズだ」との批判も多かった。今回のように「主な意見」等によって追加緩和を検討している意見が明らかとなることは、この様なサプライズの回避にも役立つため、むしろ歓迎すべきであろう。

今後は、政府と日銀の取り組みにより、企業と家計が安心して消費と設備投資を増加できる環境を作ることが期待される。プライマリーバランスの黒字化目標の延期を受けた財政拡張余地を活かし、「全世代型社会保障」の財政支出と金融緩和を組み合わせることが望まれる。

- 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