



## ユリノミクスのリスク: 総選挙後の日本経済見通し

**バーナンキ前 FRB 議長の講演内容の全体像が明らかに** 9月28日に衆議院が解散され、10月10日公示、同22日投開票の衆議院選挙が実施される。野党再編等で政策見通しの不透明感が高まる中、9月29日に日本銀行のホームページにひっそりと、「日本の金融政策に関する一考察」というタイトルの論文が掲載されていた。選択すると、バーナンキ前 FRB 議長が5月下旬に行った講演の日本語訳であった(バーナンキ[2017])。前議長は、日本経済が2013年1月22日のインフレ目標採用以降の金融緩和によって、目覚ましい回復をみせており、かつこうした回復が、2008年の国際的な金融危機、2011年の東日本大震災、「もちろん、2014年の消費税増税も成長に対するさらなる逆風」の中で経済が拡大していることを評価している。

**物価目標の達成を目指すために** バーナンキ氏は、残念ながら物価目標には到達しておらず、今後もその達成を目指すことを推奨している。こうした認識は、当部の「需給ギャップは解消したものの、物価目標は未達であり、追加の政策が必要」との見方と一致するものだと考えている。同氏はその際の視点として、「考えられる方策の鍵となる要素は、①政府は新規の財政支出と減税にコミットすること、②中央銀行はその政策が日本の政府債務残高対 GDP 比に与える影響を打ち消すために必要な手段をとると約束すること」としている。これを当部の見解で分解すると、①財政支出の拡大、②減税、③基礎的財政収支(PB)目標の凍結、④2%のインフレ目標の4つの視点があるとみられる。

**主要政党の公約** この4つの視点から自民党と、希望の党の公約をみると、①の歳出拡大は、自民党は「教育の無償化・全世代型の社会保障」ということで拡大方向である。希望の党は明確ではないものの、消費増税の前に身を切る改革、増税前の歳出削減の方向の様だ。②の減税については、自民党は2019年10月の増税実施を掲げているものの、安倍首相はリーマンショック級のことがあれば延期ともしている。希望の党は、公約で明確に「消費増税凍結」を掲げているものの、代替財源は提示されておらず、実行性は不透明であろう。次に③のPB黒字化目標について、自民党は上記の政策の組み合わせの結果、2020年度のPB黒字化の達成は困難として、今後目標を見直すとしている。希望の党のスタンスは不透明である。最後に、④のインフレ目標の引き上げについては、物価目標の引き上げ自体の可能性は低いであろうが、自民党の勝利後、安倍首相が続投となれば、2012年12月の選挙以降の金融緩和・物価目標への政府のコミットが維持されるであろう。しかし、現在の金融緩和に関しては、イールドカーブのフラット化や緩和の長期化から批判的な意見があるのも事実であろう。仮に安倍首相が交代すれば、こうした批判にさらされよう。このため、『「日銀の金融緩和の継続」に対する政府のコミットメントが継続すること』を当然視すべきではないと考えている。マーケットでは「安倍首相が交代しても、今の金融緩和を止めれば円高・株安に向かうのは明白なので、金融緩和は継続する」との見方があるが、こうした見方は楽観的すぎるのではないか。これを踏まえると、④について希望の党の政策は緩和へのコミットメントが低下し、大幅な円高・株安となるリスクを十分に警戒すべきであろう。

図表 1 バーナンキ前FRB議長の提案からみた自民党・希望の党の公約と日本経済への影響見通し

バーナンキ前FRB議長の提案 (新生銀行による要素の分解)	自民党	希望の党
①財政支出の拡大	○ (教育無償化、全世代型の社会保障)	× (「身を切る改革」、増税前の歳出削減)
②減税	△ 増税(リーマン級なら3度目の延期)	△ 増税凍結(実行力には疑問符)
③PB目標の棚上げ	○	不明
④インフレ目標の引き上げ	△ (オーバーシュート型コミットメントの継続の蓋然性は高い)	× (「政府から日銀への金融緩和のコミット」が低下、緩和効果が低下するリスクが高い)

(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

- 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