

KAMIYAMA Reports vol. 40

金融政策発表後の経済を考える

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ECB は追加緩和、日銀は追加緩和せず、FRB は追加利上げせず
- 米国がリードするリーマン・ショックからの回復、日欧の追隨に期待
- 経済が「順調⇒米国利上げ」「不調⇒日欧の追加緩和」、注目は米国消費など

ECB は追加緩和、日銀は追加緩和せず、FRB は追加利上げせず

日本、欧州、米国の中央銀行の政策が微妙に違いを見せている。1月29日、日銀は追加緩和としてマイナス金利を導入した。市場は一時的に好感したが、直ぐに効果は薄まったように見える。その後、3月15日の金融政策発表では特段の追加緩和は発表されなかった。一方、3月10日にECB(欧州中央銀行)が、クレジット市場への介入を含む、

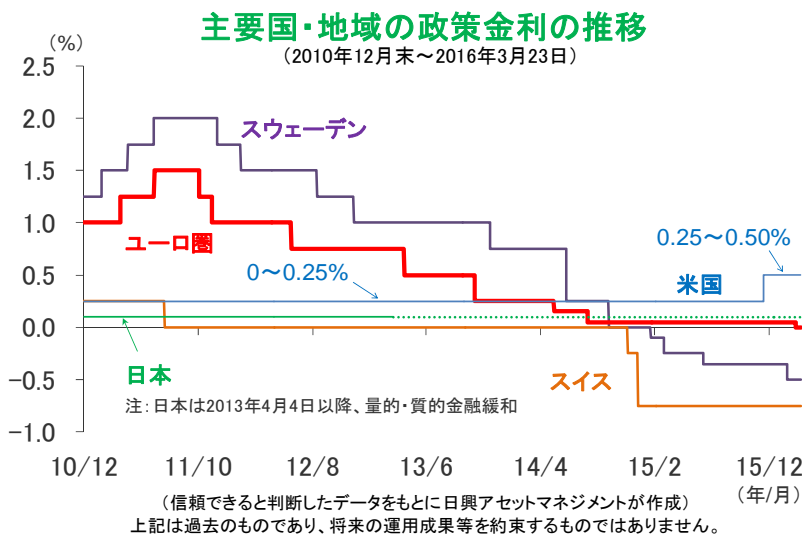
想定以上の追加緩和を決定したことは好感された。「スーパーマリオ」ドラッグ ECB 総裁は、市場にサプライズを与えた。

米国については、3月16日にFRB(米連邦準備制度理事会)は昨年12月に開始した利上げを継続せずに政策金利の水準を維持した。イエレン FRB 議長は米国の雇用や賃金の回復を背景とした利上げ継続ではなく、世界的な景気後退懸念に配慮したようだ。

中央銀行は80年代から景気の波を安定させることが求められてきた。デフレ懸念に対しては、これまで法律や会計等の観点でゼロ金利に制約があることなどから政策手段は限られる傾向にあったが、ここに来て欧州や日本の中央

銀行はマイナス金利の導入に踏み切っている。ただし、2月に開催された20カ国・地域(G20)の財務相・中央銀行総裁会議の共同声明にあったように、金融市場を安定させるには金融政策だけですべて制御できるとの考え方は後退しつつあり、財政政策の発動を期待する声が高まりつつあることに留意が必要だ。財政政策は、選挙で選ばれる議員が人気取りのために実行してしまう傾向にあり、インフレ懸念に対しては、財政政策で景気をコントロールしようとするのが、慢性インフレの元凶になると嫌われていたことを忘れてはならない。

これまでのところ、米国は、マイナス金利に踏み込むことなく量的緩和のみで雇用を創出するなど、リーマン・ショックからの回復へ向かっているようだ。また、今年は大統領選挙があるため、オバマ大統領の政策が議会ですムーズに通るとは期待しづらいことから財政政策の余地は少ないものの、議会は過去に問題となった減税失効と歳出の強制削減が重なる「財政の崖」の経験からマニュアル的な緊縮財政を緩めたため、どちらかといえば財政が拡張的になっている。日本は、円安に伴う税収増などに加え、マイナス金利の導入で国債発行費用が低下するなど財政拡大の財源確保が



見込まれ、大型の補正予算が期待され始めている。また、消費税率引き上げが先送りされる可能性もあり、そうなれば一時的に補正予算と同程度以上の財政拡大となりうる。

米国がリードするリーマン・ショックからの回復、日欧の追隨に期待

足元のトレンドがリーマン・ショックからの回復過程にあるとしても、サイクルとしては、日本は 2 四半期連続で経済成長率がマイナスになる恐れがあり、米国でも雇用・賃金の回復が消費拡大につながりにくくなっている。つまり、金融政策や財政政策は、景気が弱いがために必要となる。

リーマン・ショックからの回復とは、当時、米国で失われた約 870 万人もの雇用の回復に加え、それに要した期間に増えた労働人口の取り込み、賃金の上昇、デフレ懸念の払しょく、新規投資や消費の増加といった大きな流れを指している。これは、FRB の利上げ開始で、米国の中央銀行もようやくデフレ懸念払しょくを認めることができたことを意味する。

しかし、日本や欧州の景気サイクルの回復については、中央銀行が積極的な量的緩和やマイナス金利政策を導入したものの、思ったほど進んでいない。日本については、安倍政権などによる社会的圧力もあって賃金は上昇傾向にあるが、アベノミクス以後の雇用増はアルバイトなど非正規社員が多いとされており、例を挙げれば、ガソリン価格の下落を上回るほどの強い物価上昇につながっていない。欧州についても、銀行貸し出しに伸びはみられるものの、生産増は顕著になっていない。日本や欧州は、原油価格下落の恩恵を受けて消費が伸びる、といったことには至っていないようだ。世界経済の回復は、米国の消費回復を背景に日本や欧州の輸出が伸びた時に明確になるだろう。

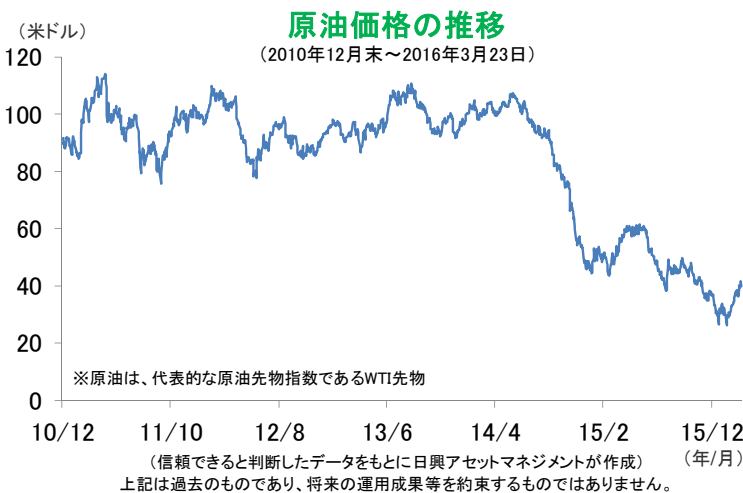
経済が「順調⇒米国利上げ」「不調⇒日欧の追加緩和」、注目は米国消費など

世界経済の回復は、米国消費の伸びから始まるとみている。同国では、すでに自動車の売上は堅調となっており、ガソリン価格の下落で走行距離も伸び始めている。今後、消費財やサービスの伸びが強い米ドルを背景とした輸入増につながれば、日本や欧州からの輸出も増えることになるだろう。無論、製品そのものは中国からの輸出が多いかもしれないが、日本や欧州からは設備としての機械や部品などが、中国、アジア、新興国に向けて輸出されることになる。

米国中心に経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)が順調となれば、賃金が上昇傾向にある米国の利上げが再開されるだろう。一方、経済が不調となれば、日本や欧州の追加緩和が期待できる。日本は、円高や原油安などとなれば

黒田プット(日銀の追加緩和)が発動されるだろう。欧州も同様の対応をとるとみる。追加緩和があるか、という疑問を持つ投資家は多いが、これは経済の好不調に左右されるだろう。つまり、追加緩和があるとすれば、経済の回復が遅れているということであり、米国の利上げが早くなれば、経済情勢が回復を強めているということになるだろう。

短期的には、日本や欧州の金融緩和も米国の金利上昇も、経済指標と石油価格を含む金融市場のセンチメント(心理)に依存するとみている。



PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。