

景気減速懸念と金融政策

経済成長率は鈍化へ、 金融政策は立ちすくむ局面に

市場が織り込む 今年の米利上げは0回に

——世界の経済を牽引してきた米国経済に景気減速懸念が浮上している。市場は米国経済の行方と金融政策のかじ取りをどう見ているのか？

ダウ平均株価は2018年12月24日、前日終値比653_{ドル}下げ、その翌営業日に1日の値上げ幅として過去最大となる1086_{ドル}上昇した。年が明けて1月3日は660_{ドル}下げたが、1月4日には746_{ドル}上げた。

ここまで株価が乱高下したのは、米国経済について、楽観論と悲観論が交錯したためだ。米国の景気拡大期間は今年7月に戦後最長を迎え、足もとでは堅調さを維持している。1月4日に公表された昨年12月の雇用統

計では非農業部門雇用者数の前月比が31・2万人増となり、賃金上昇率も前年同期比3・2%増となっている。失業率も18年11月には3・7%と、約50年ぶりの低水準を記録した。18年7〜9月期のGDPは前期比年率換算で3・5%増となり、潜在成長率を超える成長が見られている。

だが市場では、足もとの景気拡大を支えてきた「トランプ減税」の効果が先行き徐々に剥落するとの見方を強めており、米中貿易摩擦の影響も懸念される。世界銀行が今年1月に示した米国の経済成長率見通しは、18年2・9%、19年2・5%、20年1・7%、21年1・6%と、徐々に減速していくシナリオだ。昨年12月上旬には米2年債と米5年債利回りが一時的に逆転し、

「景気後退」のサインともいわれる長短金利逆転現象まで起きた。市場の一部には、今年後半にも米国の景気後退期が到来するとの悲観論がくすぶる。

こうしたなか、金融政策のかじを取る米連邦準備制度理事会（FRB）は、景気に配慮したハト派的な姿勢を打ち出している。18年は3カ月おきに4回の利上げを実施し、18年12月の利上げで政策金利はすでに2・25〜2・5%に達した。しかし、足もとでは、利上げペースを状況に応じて緩やかに修正する方針を強調している。

例えば、12月の利上げを決定した米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨には、「インフレ圧力も落ち着いており、追加の政策判断の様子見できるとある。FOMCの各委員

が考える中立金利のレンジは2・5〜3・5%のため、すでに中立金利レンジの下限である2・5%に政策金利上限が達している。そのため市場では、FRBが示唆する今年2回の利上げ回数を疑問視するようになっており、CME（シカゴ先物取引所）が織り込む19年の利上げ回数は約7割の確率で0回となっている（1月15日時点）。

今後、3月1日に停戦期限を迎える米中貿易摩擦の行方やトランプ減税効果の持続性などが明らかになるにつれて、米国経済の見通しに変化が生じるものとみられる。

ECBの利上げも 見通しづらく

——欧州経済と金融政策の見通しは？

欧州中央銀行（ECB）は昨年12月に予定通り量的緩和の終了を決定した。ECBのドラギ総裁はその理由について、「経済データは予想よりも弱いが、ユーロ圏の需要の基調の強さが景気拡大と緩やかな物価上昇圧力を支えている」と説明してい

ほかにも押さえておきたい

今年の金融キーワード

総合取引所の設立

東京証券取引所などを傘下に持つ日本取引所グループ（JPX）と東京商品取引所（TOCOM）が経営統合して、「総合取引所」を設立する準備が進んでいる。総合取引所では現物株に加えて、金融派生商品（デ

リバティブ）や金・原油などの商品先物を総合的に扱う。JPXとTOCOMは昨年10月23日に秘密保持契約を締結して交渉を進めており、制度設計案を3月末にも取りまとめる。総合取引所の実現に向けた

構想は2007年の「骨太の方針」に盛り込まれたことにさかのぼる。海外では、株式とデリバティブを同一の取引所で取り扱うことができる総合取引所が主流で、出来高も増加している。しかし、日本では所管官庁が縦割り（JPXは金融庁、TOCOMは経済産業省と農林水産省の共管）となっており、関係者間の調整が進展しなかった。ところが金融庁が昨年来、総合取引所の早期実現を図るよう関係者に強く働きかけたこと

で、統合の実現に向けた調整が本格化。政府の規制改革推進会議も昨年11月19日、規制改革推進に関する第4次答申で、20年度ごろまでに設立を目指すよう明記した。JPXの清田瞭CEOは昨年11月、統合スキームとして「JPX傘下の大阪取引所の下にTOCOMを設置」「大阪取引所とTOCOMが合併」、そして「JPX傘下にTOCOMを設置」する3案が考えられると発言している。

日銀「マイナス金利」修正への道程

今こそ、実利的観点に立った金融政策運営へ舵を切るとき

日銀の「異次元緩和」はその効果が逡減する一方で、低金利環境の長期化による金融機関の基礎的収益力が低下するなど、副作用が累積的に増大している。筆者は、インフレ率が停滞する状況下でも、日銀は「裁量的」かつ「機会主義的」な傾向を強めつつ、マイナス金利政策を中心に金融政策の段階的修正を迫られるようになると考えている。

バークレイズ証券
調査部長 山川 哲史



異次元緩和への評価は 効果と副作用の見合いで

日銀が2013年4月に実行に移した量的・質的緩和（QE）を嚆矢とする異次元緩和（注1）は、18年度末時点で導入以降6年が経過することとなる。この間、異次元緩和は、QEの強化・拡大（14年10月、「マイナス金利政策（NIRP）」の導入（16年1月）、「長

短金利操作（イールドカーブコントロール=YCC）」の導入（同9月）と修正を重ねてきたが、依然その主たる目的である、目標インフレ率（2%のCPI上昇率）を安定的に上回る水準で定着するには至っていない。確かに異次元緩和により、物価が賃金下落とも相まって持続的に下落するデフレスパイラルに対する懸念は相当程度払拭された。特にQQEの導入直後は、従前に割高化していた為替円高

の修正および株価上昇に伴う金融環境の緩和もあり、生鮮食品を除くコアベース指数（以下、コアCPI）については瞬間風速で前年比1・5%（14年4月時点。11～12年度平均は▲0・1%）、生鮮食品・エネルギーを除く「日銀版」コアベース指数（以下、日銀版コアCPI）で同0・9%（14年2月時点。11～12年度平均は▲0・5%）まで上昇した（図表1）。

上昇率は、中国経済の減速懸念、原油価格下落などの逆風を受けて一気に失速を余儀なくされた。一方、需給ギャップなど国内ファンダメンタルズをより直接的に反映する日銀版コアCPIでは、NIRP導入直前に再び1%を超える水準に到達したが、その後はNIRPに加えてYCCによる追加緩和策にもかかわらず、一時はゼロ近傍で停滞するなど加速感に乏しい展開が続いている。