

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：持久戦としての脱デフレ論	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”The coming debt bust” 「来たるべき中国債務危機」	7p
<From the Editor> 30年ぶりの難事業？	8p

\*\*\*\*\*

**特集：持久戦としての脱デフレ論**

4月28日の日銀金融政策決定会合が「現状維持」であったことを受けて、市場は「円高・株安」に振れました。連休明けは1ドル100円飛び台で推移していますが、今週発表された2015年度の経常収支が大幅黒字であったことも含め、当面は円高が続きそうです。その場合、「物価安定目標2%」はまたも遠のいてしまうことになります。

本来、アベノミクスは「2年で2%」という短期決戦シナリオでしたが、どうやら「5年がかりのデフレ脱出」という持久戦で立て直しを図る必要があります。日銀としては認めにくいところでしょうが、持久戦シナリオはどうあるべきかを考えてみました。

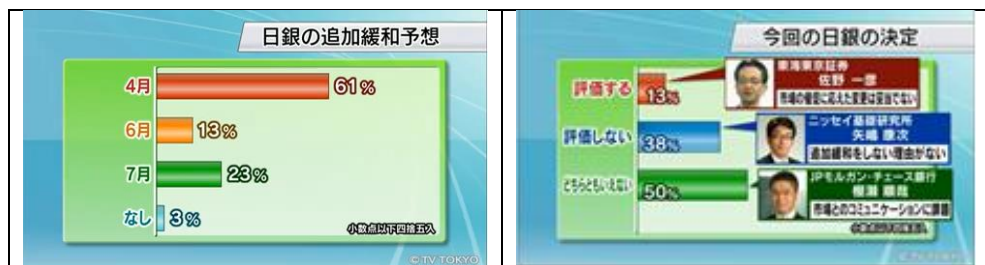
**●追加緩和をめぐる期待と失望**

「日本銀行の次の一手」は、なかなか市場の予想通りにはならない。過去に「サプライズ狙い」を繰り返した後遺症もあるのだろうが、筆者などはややシニカルになっていて、4月28日の金融政策決定会合について誰かに聞かれるたびに、

「日銀に対する私の予測はいつも外れます。その私の予測は現状維持です」というひねくれた答え方をしていた。そうしたら本当に4月28日は「現状維持」であった。実はひねけているのは、黒田・日銀の方なのかもしれない。

という、わざとらしい嫌味はさておいて、4月の決定は大変に不評であった。理由は簡単で、期待を裏切ったからである。筆者も参加しているテレビ東京『モーサテ・サーベイ』では、番組出演コメンテーターの**61%が事前に「追加緩和あり」と予想していた**（次頁参照）。この人たちは当然、会合が終わった後には「騙された」と感じる。結果として、事後には「評価できない」「市場とのコミュニケーションに問題」との見方が強まってくる。

## OTV 東京「モーサテ・サーベイ」：会合前後の反応



(4/22-24 調査分)

(4/28-5/1 調査分)

確かに今までの理屈から行けば、日銀が動かなかつた理由は説明しにくい。同日に発表された展望レポートでは、先行きへの警戒感をにじませつつ、物価見通しを下方修正し、2%物価目標の達成時期も先送りしている。それでも日銀としてはいろいろ事情があり、あるいは動いたところで無駄ダマに終わるかもしれない、将来リスクに備えて手段を温存するという「大人の判断」をしたのであろう。

一方で、「日銀に裏切られた！」と言って怒っている市場関係者も、素直に同情する気にはなりにくい。おそらく彼らは、本心から「物価目標2%」を信じているわけではない。

「実際問題として、追加緩和の手段は限られている。マイナス金利は不評だし、国債買入れも既に発行残高の3割も買ってしまった。でも、これだけ期待が高まっているのだから、ETFくらいは買い増ししてくれるだろう。だったら株価には好都合」などと、虫のいいことを考えていたのではないだろうか。

思えば日銀の黒田体制は、発足から既に3年以上が経過している。普通は過去の事例が増えれば、それだけ予見可能性は高くなるはずである。ところが日銀と市場の関係は、むしろ長くなるほど誤解が増え、すれ違いが多くなっているように見える。

2013年4月にアベノミクスが始まった当初は、「戦力の一挙投入」が売りで、「2年で2%」という目標も新鮮であった。ところが「短期決戦」でのデフレ脱却とはならなかった。3年目ともなると、印象も変わってくる。端的に言えば、「異次元の金融緩和」が「3次元緩和」（マイナス金利付き量的・質的金融緩和）になってしまった。理屈っぽくなった分だけ、神通力が薄れたように感じているのは筆者だけではない。

### ●マイナス金利でも円安にならない理由

4月28日の記者会見で、黒田総裁は「政策効果の浸透度合いを見極めることが適当と判断した」と表明している。マイナス金利政策が始まってから間もなく3カ月。既に国内の金利は低下し、10年物国債以下の金利はマイナスゾーンに突入している。しばらくはこの効果を見極めたい、ということなのであろう。

「マイナス金利」は言葉の印象もあって、当初の評判は非常に悪かった。2月の景気ウォッチャー調査において、否定的なコメントが圧倒的に多かったことは本誌でもご紹介済みである。それが今週発表された4月調査では、「マイナス金利も、住宅に関しては後押しする材料になっている」（東海＝住宅販売会社）、「子育て世代が多い住宅ローン債務者は、金利引き下げにより返済額が軽減された部分を消費に回す」（中国＝金融業）など、**ポジティブな評価も散見される**ようになってきた。

ただし、マイナス金利が円安をもたらしたわけではない。5月11日付の日経新聞「円高打開 阻んだ逆風」では、その理由として下記の3点を挙げている。

1. **新興国経済の減速**→市場心理悪化で投機筋が円を買い戻すとの思惑を生む
2. **米利上げに関する不透明感**→投資家が金利面でドルを買いにくい状況に
3. **米当局の「円安けん制」**→日本が円売り介入をしにくくなったとの見方が広がる

特に最後の点が重要であろう。米財務省が4月29日に発表した為替報告書では、新たに「監視リスト」なるものが導入され、そこに中国、韓国、ドイツ、台湾とともに日本が入っていた。このことにすっかり意表を突かれてしまった。

為替報告書は、米財務省が年に2回議会に提出することになっている。ただし過去には、中国に喧嘩を売るかと思わせて急に妥協するなど、恣意的なところが少なくなかった。それが今年2月に法改正が行われ、**問題国の認定基準が明確化されていた**のである。

- ① 顕著な対米貿易黒字（200億ドル以上）
- ② 顕著な経常収支黒字（GDP 3%以上）
- ③ 継続的・一方的な為替市場への介入（外貨買い年間 GDP 2%以上）

上記3条件のうち2つを満たしていると、新ルールでは自動的に監視リストに入れられてしまう。現時点では日・中・韓・独が①と②に、台湾が②と③に該当しており、「三冠王」は存在しない。仮に**日本が③市場介入を実施すると、栄えある初代「三冠王」になってしまう**。これでは日本としては、為替介入という手段を封じられたも同然である。

なぜ法改正が行われたかという点、昨年春のTPA論議の際に「為替監視機能を強化すべき」との声が議会内で強かったからだ。当時、「TPPに為替操作防止条項を入れよ」との声が強かったが、それではTPP交渉がやりにくくなるからということで、米財務省が瀬戸際で押しとどめた。その代償として、**財務省の恣意を許さない「認定基準」が導入されていた**のである。

これで日本が為替介入をすれば、米議会でのTPP批准は絶望的になってしまうだろう。いわば「TPPの仇を為替で討つ」ようなことが起きていたのである。

## ●貿易収支の改善も円高要因に

実は円高要因はそれだけではない。今週 5 月 12 日、財務省が発表した 2015 年度の国際収支速報は、下記のように目覚ましい内容であった。

- \* 貿易収支が 5 年ぶり黒字 (0.6 兆円)
- \* 経常収支は前年比倍増の 17.9 兆円の黒字。震災前の 2010 年度の水準に戻る。
- \* 第 1 次所得収支は 20.6 兆円の黒字で史上最高。
- \* サービス収支は前年比 6 割減の▲1.2 兆円で過去最少。インバウンドの活況を受けて、旅行収支の黒字は過去最大に。

なにしろ 2013 年度には「毎月 1 兆円以上」もあった貿易赤字が、昨年末から黒字に転じているのである。「実需の円買い」が増えて円高に向かうのは当然であろう。今後、円安への転換点が来るとしたら、それは日銀の追加緩和などによるものではなく、米国経済の本格復調、そして利上げを通してということになるのではないだろうか。

それでは今後、当面 100~110 円程度のレートが定着するとしたらどうなるか。2013 年に円高が是正されたときは、以下のような現象が見られた。

- (1) 円安になっても、輸出数量は思ったほど伸びなかった。日本企業は既に海外生産を増やしており、為替による貿易への影響は限定的である。(△)
- (2) 円安になったお蔭で、企業業績は改善して株価も上昇した。このことを好感し、海外投資家による対日投資も伸びた。またインバウンドも増えた。(○)
- (3) 円安になったらすぐに物価が上昇し、個人消費にとってはマイナスであった。今は輸入浸透度が上がっており、為替と物価の連動性が高まっている。(×)

上記 3 点をトータルすると、「企業や投資家は喜んだけれども、家計部門はそれほどハッピーではなかった」ということになる。アベノミクスに対して世論がかならずしも好意的ではないのは、こういう二面性があるからだろう。

さて、この流れが逆転して 100~110 円の為替レートに戻るとしたら、(1) から (3) の逆が起きることになる。トータルすると、あるいは実体経済という面から見れば、そんなに悪い話ではないように思える。

- (1) 輸出数量には大きな変化はない。(△)
- (2) 企業業績は下方修正され、株式市場にはマイナスとなる。(×)
- (3) 物価が下落し、可処分所得が増えて個人消費にはプラスに作用する。(○)

## ●デフレ脱出をどのように構想するか

円高になったときに一番困るのが黒田・日銀であろう。アベノミクスは本来、向こう 2 年間の短期決戦を目指していた。言い換えれば、「米国が円安を容認してくれるうちに」カタをつけるつもりであったが、それが心ならずも長期戦になりつつある。

4月28日に公表された展望レポートでは、「消費者物価の前年比が、『物価安定の目標』である2%程度に達する時期は、2017年度中になると予想される」とある。2017年度中ということは、2018年1-3月期が最終締め切りとなる。ちょうど黒田総裁の5年の任期が切れる時期ということになる。果たして2%が達成されて見事「花道」になるのか、それとも「志半ばで…」、もしくは「もう1期…」となるのだろうか。

「2年で2%」が達成できなかったのは、消費増税による悪影響や石油価格の下落など、いくつか想定外の事態に見舞われたからであろう。それでも日銀は「2年で2%」の旗を降ろしていない。この間の事情を、近著『デフレ最終戦争』（清水功哉／日本経済新聞出版社）は次のように解説している。

「日本では15年間にわたるデフレの中で予想物価上昇率そのものが下方シフトしてしまっている。……そのためには、欧米の中央銀行より踏み込んだ手を使ってデフレ心理の『岩盤』を砕くことが欠かせない……『2年の旗』を掲げ続けるのは、そのためだ」

なるほどその気持ちは分からないではない。ただし2年計画がさりげなく5年計画に切り替わっているのに、日銀が「すべてうまく行っている」と言い続けているのも妙な話である。「期待に働きかける政策」であるからには、途中で失敗を認めるわけにいかないという理屈は分かる。しかし、それでは「日銀の言っていることは大本営発表か？」ということになり、金融当局への信認が中長期的に低下してしまう。

本来であればこの辺で仕切り直しをして、デフレとの戦いを短期決戦から持久戦モードに切り替えたいところである。つまり金融政策も”Honesty is the best policy.”なのであって、市場の反応を見ながら機敏に打ち手を変えるという「PDCA サイクル」が必要なのではないだろうか。

石油価格について言えば、今年の秋くらいには「1バレル50ドル以下」という下落効果が剥落するだろう。ところがここへきて円高効果が加わり、おそらく向こう1年くらいは続きそうである。日本の貿易収支の改善と、米国の微妙な政治情勢を考えれば、為替レートが大きく円安に転じる道筋は容易に見出しにくい<sup>1</sup>。

この間、デフレとの戦いでは「隠忍自重」が求められることになる。「必要があれば躊躇なく政策を調整する」式の強気な発言も、多用を慎むべきであろう。

<sup>1</sup> 共和党的事実上の大統領候補となったドナルド・トランプ氏は、「安倍首相は偉大な指導者だ。円安に次ぐ円安で、日本経済を復活させた」とも言っている。下手に刺激することは避けたいものである。

## ●物価目標よりも賃金目標を

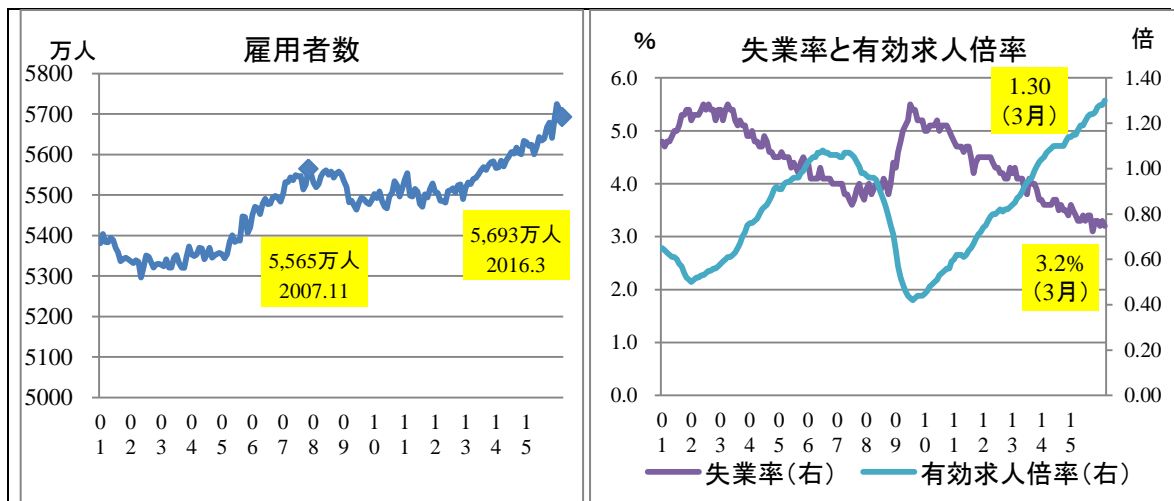
それではどうしたらいいのか。

筆者は、「物価安定目標 2%」が達成不可能だとは思っていない。今の雇用情勢の改善ぶりを考えれば、いずれ賃金の上昇は必至であるからだ。

現在の3%前後の失業率は完全雇用に近いし、有効求人倍率 1.30 倍はバブル期に匹敵する水準である<sup>2</sup>。なおかつ日本の人口動態を考えれば、労働市場から退出する世代は数が多く、新たに参入する世代は数が少ない（今年 65 歳となる 1951 年生まれは 213.7 万人も生まれているが、成人式を迎える 1996 年生まれは 120.6 万人しかいない）。

となれば、需給からいって賃金はいずれ上昇に向かうはずである。

### ○最近の雇用情勢（総務省、厚労省）



であれば、デフレ脱却のベンチマークを消費者物価ではなく賃金に置くことにしてはどうだろう。「物価が上がれば、いずれ賃金も上がるから」という今までの説明では、どうしても消費者の不安心理を増幅してしまう。逆に賃金主導型のデフレ脱却であれば、誰もが余計な心配をする必要がない。持久戦で臨むのであれば、当然、こちらの方が優れていると思うのである。

なおかつ、今は年金暮らしの世帯が増えているので、物価上昇がそのまま生活不安につながりやすい。2014 年の消費増税以降、個人消費はずっと低迷が続いているが、次なる増税に備えて節約を心がけていることが一因となっている。だとすれば、再増税の延期を早めに明らかにすることも、デフレ脱却に向けての一助になると考えるものである。

<sup>2</sup> 正確に言えば、1989 年 9 月から 1991 年 12 月までは 1.30 倍を上回っていた。

## <今週の The Economist 誌から>

”The coming debt bust”

「来たるべき中国債務危機」

Leaders

May 7<sup>th</sup> 2016

\*これは穏やかではありません。The Economist 誌によれば、中国の金融危機は「来るか来ないか」ではなく、「いつ来るか」の問題なのだそうです。

<抄訳>

国際金融危機の直後に、中国が信用拡大に踏み切ったのは正解だった。間違いはそれを止めなかったことで、この2年間の債務は2008年直後と同様に増えている。債務の対GDP比は10年間で150%から260%に上昇。これは金融危機や景気失速直後の水準である。

中国の問題債権は2年で倍増し、公式には銀行貸出の5.5%を占めている。実態はもっと深刻で、新しい借入の約2/5は既存の金利支払いで消える。2014年には、大手1000社中16%が税引き前利益以上に利払いしている。借入はさらに必要だが、成長力は弱い。政府黙認の下で債務はしばし増え続けるだろうが、あと2~3年が関の山だろう。

債務が止まれば、資産価格と実体経済がショックを受ける。誰も喜ぶまい。確かに中国は対外借入を避けてきたネット債権国だ。危険による打撃は甚大であろう。中国は世界第2位の経済大国で、銀行部門は世界最大で、その資産は全世界GDPの4割に達する。株式市場の価値は6兆ドルで米国に次ぎ、債券市場は7.5兆ドルで世界第3位。緩やかな減速でも資源輸出国を巻き込んでいる。ハードランディングなら影響は更に大となろう。

ここで2通りの楽観論がある。①30年以上、中国の官僚たちは問題を解決する意思と技能を有していた。②国有銀行主体の金融システムは、問題解決への時間を提供しよう。

いずれも気休めで、今の政府は精一杯だ。去年だけで株式市場に2000億ドルを投入した。銀行には650億ドルの不良債権がある。金融詐欺の被害額は200億ドルで6000億ドルが海外に流出。政府は資産バブルに必死だ。そして債務は経済の2倍の速さで拡大中。

政府の掌握度も怪しくなっている。「シャドー資産」がこの3年は毎年3割ずつ増えている。シャドーバンクは、公式金融との境界があいまいでリスク分散になっていない。

2つのリスクがある。ひとつは銀行損失の予想以上の拡大で、経済減速の中で利益を追えば問題債権も見過ごされてしまう。かかるシャドーローンは、2012年の4%から15年には16%に増えている。次なるリスクは流動性で、銀行は短期預金を長期資産に投じる理財商品に依存するようになる。中国ではこれまで貸出を預金の75%までに制限し、現預金の比率を上げていた。それが今では100%に接近し、預金が不足するという古典的金融危機が現実味を帯びている。何かあるとしたら、活発に拡大している中規模銀行であろう。

中国で債務が限界に達するとしたら、過去のバブル崩壊とは違ったものになるだろう。シャドーバンクは巨大だが、2008年の米サブプライムのような複雑なものではない。むしろ97年のアジア危機型だろう。長期停滞に向かう90年代日本型を懸念する向きもある。ただし資本流出の圧力は日本の比ではなく、慢性型の日本よりは急性型になりそうだ。

確実なのは、問題解決を先送りするほど、結果は深刻になるということだ。混乱に備えるべきである。昨年の株式暴落での対応はひどかった。政府公約の 6.5%成長を無理に維持するより、刺激策は温存すべきだ。人民元の国際化も凍結した方がいい。金融システムが不安定な中で資本勘定の拙速な開放は、巨額の資本流出とトラブルを招くだろう。

何より負債の増加を止めねばならない。習近平政権は銀行を救済すると思われているが、倒産を容認する方がいい。今となっては、せめて悪化を避けることである。

## <From the Editor> 30年ぶりの難事業？

ハッと気がついたら2週間後にはG7伊勢志摩サミットです。最近の都内は、警察官が急に増えた感あり。きっと全国各地から精鋭部隊が呼び集められているのでしょう。各国首脳を受け入れる三重県警、愛知県警も今頃は緊張感が高まっているはず。それ以上に、広島県警のプレッシャーも相当なものがあるでしょう。初めて被爆地を訪問するオバマ大統領に対し、粗相があっては大変ですからね。

今後、サミット本番までの2週間で何が出てくるのか。熊本地震向けの補正予算、新成長戦略案、骨太方針、一億総活躍プランなどが矢継ぎ早に発表されるのでしょうか。その上で気になるのは、来年春からの消費増税をどうするのか。こういう話を政治日程に組み合わせて論じるのは、われながら不謹慎だとは思いますが、世上、しきりと伝わってくるのは「安倍さんはまだダブルを諦めていない」との声です。熊本地震を考えれば、普通は無理筋だと思うのですが、政治の世界は”Never say never.”（一寸先は闇）。

さて、お立合い。ダブルこと衆参同日選挙が最後に行われたのは1986年のこと。30年間もやっていないので、この間に選挙をめぐるいろんな事情が変わっている。「ダブル選挙って、今でもできるのか？」と考えてみると、ちょっと心配であったりするのです。

\*小選挙区制度では、初めての試みとなります。しかも今回は最高裁判事国民審査も重なるので、投票箱を5つ用意する必要があります（衆院小選挙区、衆院比例区、参院選挙区、参院比例区、国民審査）。1986年当時の日本は、65歳以上の比率がまだ全体の10%程度だったけど、今の日本では高齢者に投票方法を説明するのは骨が折れますぞ。

\*各自治体が保有する投票箱は、そんなに多くはない。国政選挙なので、他県から借りてくることもできない。そこでどうするか。投票箱に2つの穴が開いている理由が、初めて分かることになるでしょう。そう、箱の中を区切って1つの箱を2つに使うんです！

\*ポスターを貼る場所は足りるのか。昔は電信柱でもよかったんですが、今はちゃんと掲示場所が決まっています。東京1区なんぞは候補者が多いので、ひょっとするとスペースが足りなくなりますね。とある木材業者さんが曰く。「やるんだったら早く言ってくれないと困る。看板が足りなくなっても知らないよ」



- \* 午後 8 時までの投票時間で、即日開票はできるのか。選管の人手の足りない選挙区では、比例区の発表が翌日回しにされるかもしれません。特に大変なのは国民投票で、「×」の付け方が各人各様なので、集計に時間がかかるのだそうです。もう次からはマークシート方式にしませんか？
- \* マスコミ各社はどうか。「取材にカネのかかる選挙は、できれば 1 回にまとめてほしい」（某民放）との声も聴きますが、真面目な話、当日午後 8 時の NHK はパンクしてしまうのではないかと心配になります。「当確」の打ち間違いが出ることは容易に想像がつきますので、くれぐれも選挙報道の過熱には気をつけてほしいと思います。

以上、自治体、政党、マスコミ関係者などの意見を総合すると、「やってやれないことはない（キッパリ）。でも、できれば勘弁してほしい…」という感じのようです。

ということで、思考実験の結論は、「相当な大義名分がなかったら、ダブルはやるべきではない」となります。まあ、一介の政治オタクとしては、「平成のダブル選挙というものを一度見てみたい」という野次馬根性もないわけではないのですが。

- \* 次号は G7 サミット当日の 2016 年 5 月 27 日（金）にお送りします。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までをお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>  
双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)