

一般財団法人土地総合研究所 第177 回定期講演会資料

2年目を迎える異次元金融緩和！ 日本経済はどう変わるのか

1. 物価・雇用・賃金から見るデフレ脱却事情
2. 米国の金融緩和縮小と世界経済への影響
3. 世界的な金利上昇懸念と日本経済

2014年4月3日

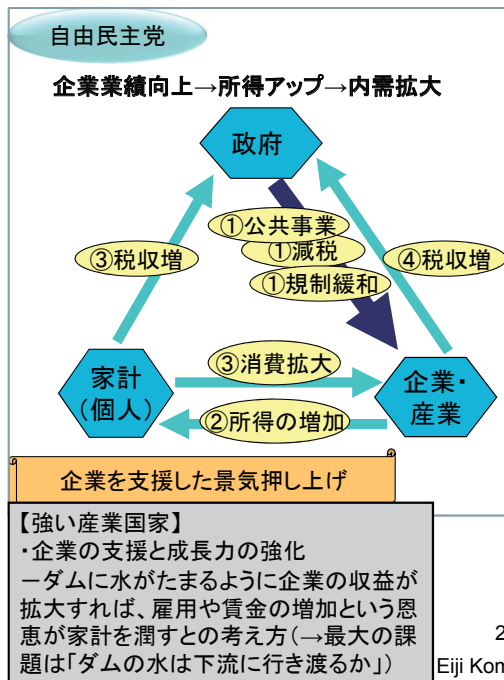
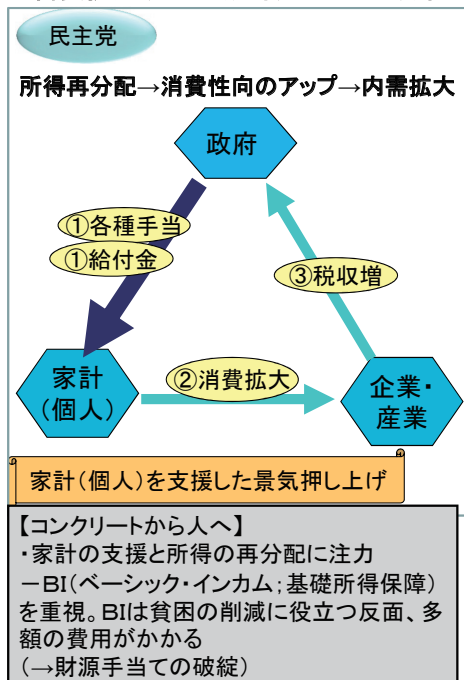
ファイナンシャル・プランナー 小松 英二



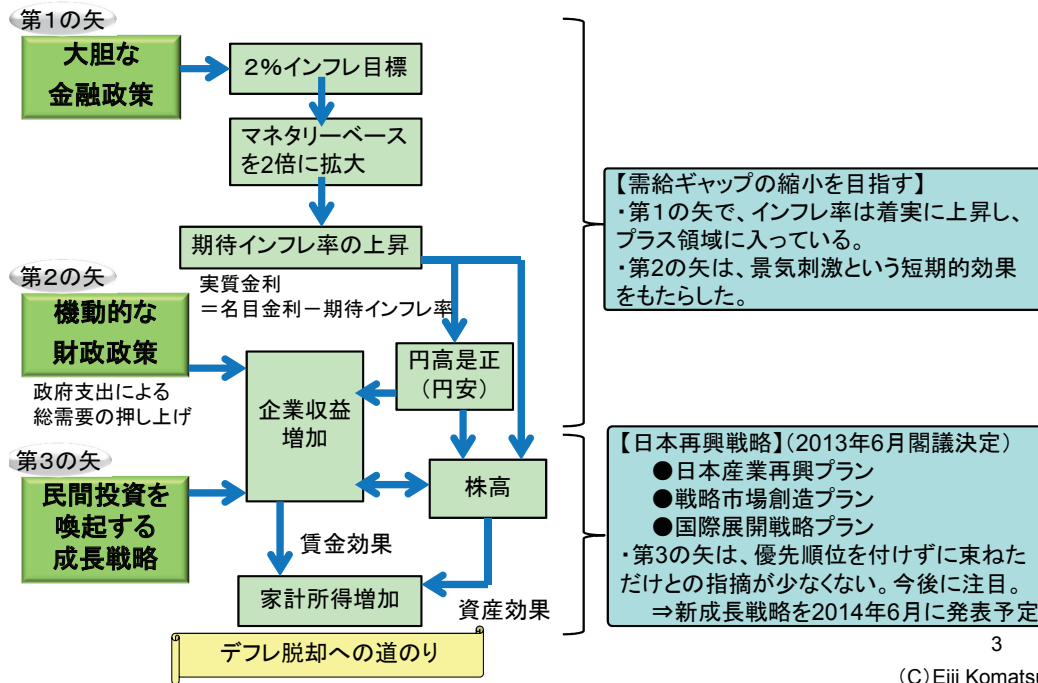
CFP® FP事務所代表 経済アナリスト 帝京大学経済学部非常勤講師
1981年筑波大学卒業後、日本銀行入行。景気動向調査、対金融機関・対政府の金融取引、預金保険制度の整備などに携わる。その後2007年4月にFP事務所「ゴールデンエイジ総研」を開業し、資産運用、相続対策を中心に相談業務を展開。一般生活者向けセミナー、FP継続教育研修、FP資格の合格対策講座などの講師も務める。

1. 物価・雇用・賃金事情から見るデフレ脱却事情

■需要拡大(デフレ脱却)に向けた政策スタンス



デフレ脱却に向けた政策波及経路①



■2013年4月4日の金融政策決定会合での合意事項

物価2%上昇を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現」 → マネタリーベース(日本銀行券発行高+貨幣流通量+日銀当座預金)を2年間で2倍(14年末:270兆円) — 12年末130兆円。年間60兆~70兆円ペースで増やす

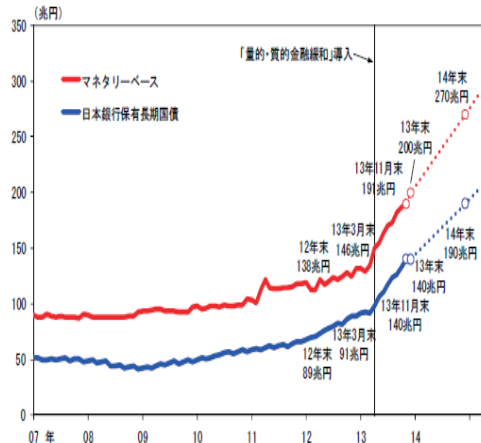
【長期国債】

- ・保有残高を年間50兆円ペースで増やす(14年末:190兆円)
- ・長期の国債(20年債、30年債、40年債)を広範囲に買う

【不動産投資信託(REIT)、上場投資信託(ETF)】

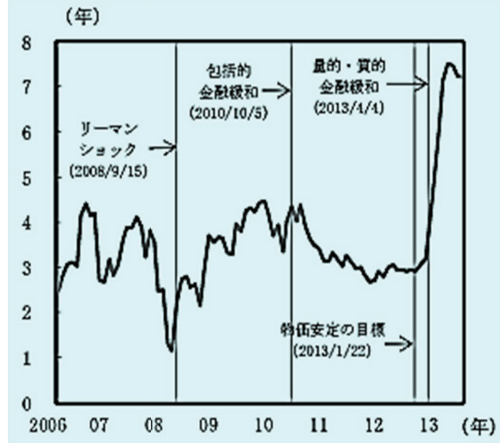
- ・買い入れ額を増やす

■マネタリーベースの推移



データ出所: 日本銀行

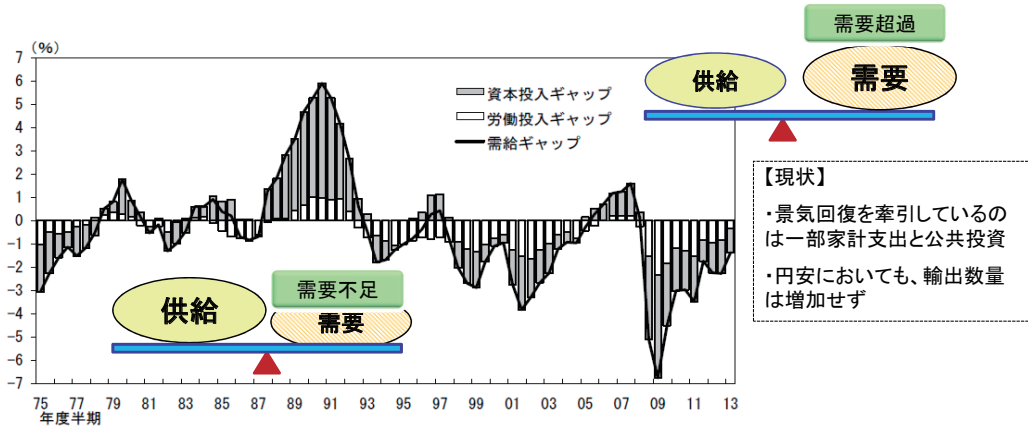
■日本銀行の買入れ国債の平均残存年数



4

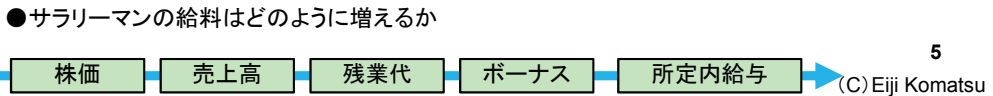
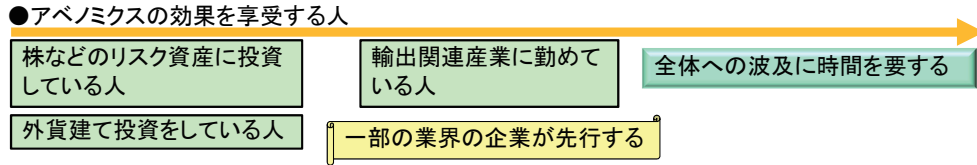
(C)Eiji Komatsu

デフレ脱却に向けた政策波及経路②



【現状】

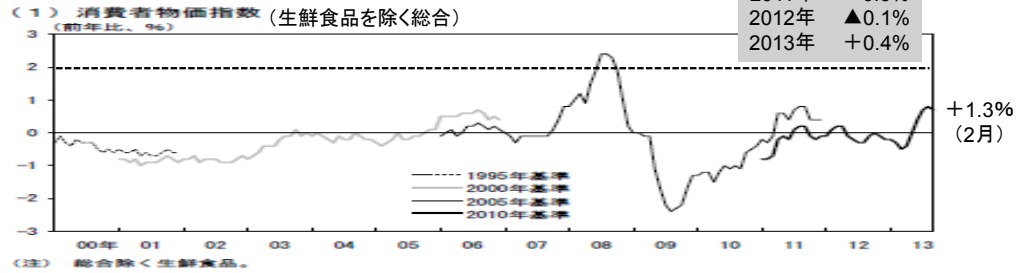
- ・景気回復を牽引しているのは一部家計支出と公共投資
- ・円安においても、輸出数量は増加せず



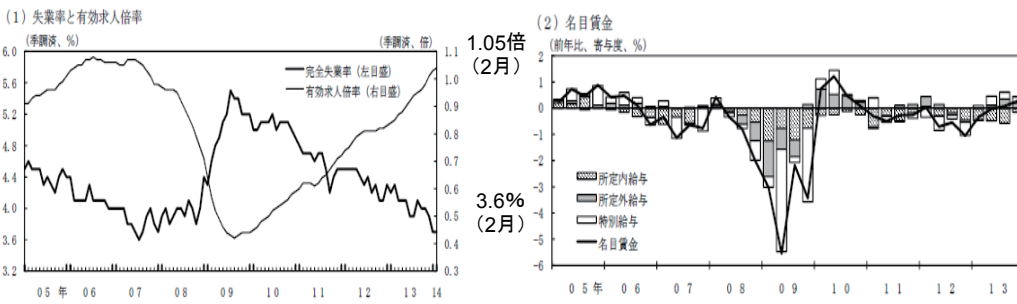
5
(C)Eiji Komatsu

アベノミクスの成果を経済指標で見る①

■消費者物価は着実に上昇している



■雇用は着実に回復方向にあるが、賃金は停滞の中で少しずつ回復

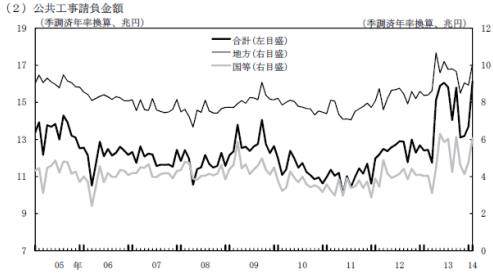


データ出所: 総務省、厚生労働省

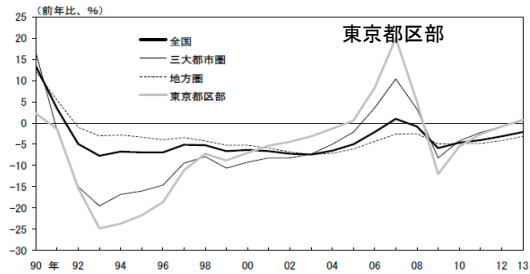
6
(C)Eiji Komatsu

アベノミクスの成果を経済指標で見る②

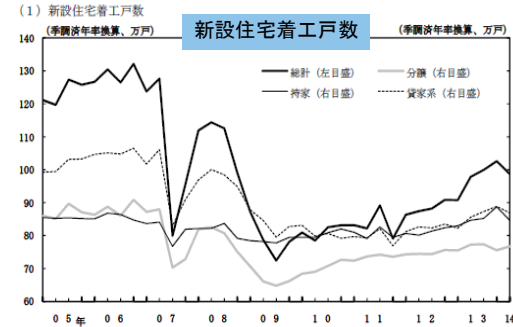
■公共工事請負金額は急増している



■商業地の地価はゆっくりと回復している



■住宅着工は着実に増加している



データ出所: 内閣府ほか

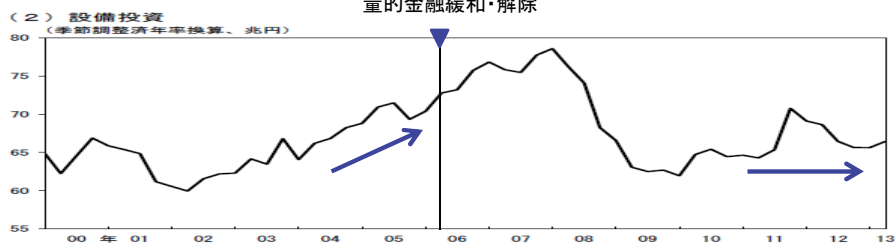
■消費者の購入意欲は上向いている



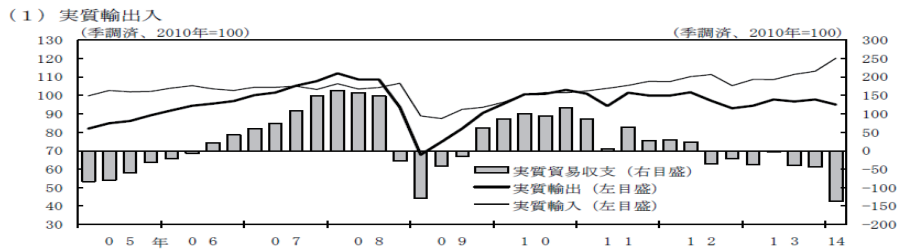
(C)Eiji Komatsu

アベノミクスの成果を経済指標で見る③

■設備投資～依然として慎重



■実質輸出と実質輸入～輸出数量が増えない

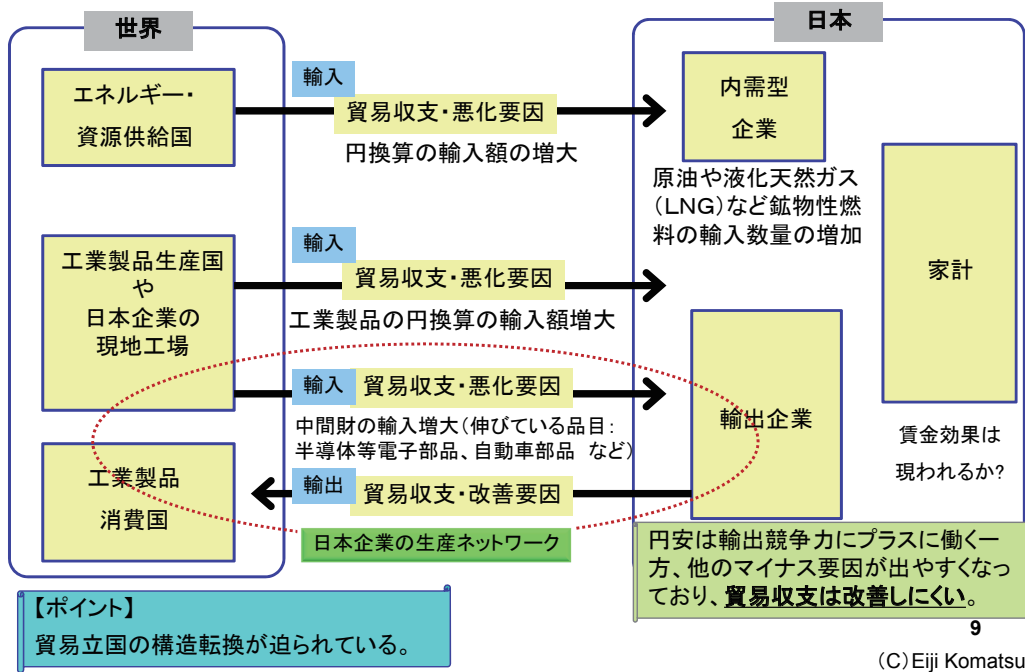


円安が急速に進んでも輸出数量は増えていない
⇒円安が進んだからといって現地の販売価格(外貨建ての輸出価格)を下げる余裕がない

データ出所: 内閣府

(C)Eiji Komatsu

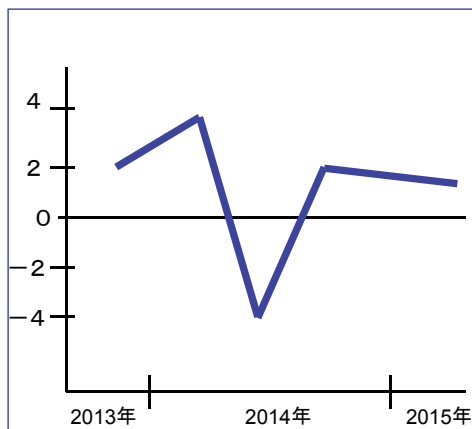
■円安は貿易収支改善(所得増加要因)に寄与するか



当面の注目点 消費増税と景気への影響

安倍総理は、2013年10月1日に14年4月から消費税率を5%から8%に引き上げることを表明。消費税率が上がるのは橋本龍太郎内閣が97年4月に3%から5%に引き上げて以来17年ぶり。景気の腰折れを防ぐために総額5.5兆円規模の経済対策も実施。

●実質国内総生産(GDP)成長率の講師が描くイメージ図



●消費増税を巡る環境

	1997年	2014年
消費税	3%→5% ↓	5%→8% 低所得者・給付 ○ ↓
所得税	特別減税終了 ↓	
住宅ローン減税	控除額引き上げ ○	控除額引き上げ ○ 住まい給付金 ○
社会保障	医療費自己負担増 ↓	
政府支出	公共事業削減 ↓	景気対策 ○
金融システム	金融機関破綻 ↓	
海外景気	アジア通貨危機 ↓	米・景気回復 ○

景気冷え込み懸念から追加金融緩和を期待する声強い

【買いオペ・前】 日本銀行B/S(自己資本など省略)

金融機関B/S(同左)

資産	負債
国債100	銀行券50
	当座預金50

資産	負債
貸出700	預金1000
リスク資産100	
国債150	
日銀預け金50	

●リスク資産残高(12年末⇒13年末⇒14年末)

ETF: 1.5兆円 ⇒ 2.5兆円 ⇒ **3.5兆円**

J-REIT: 1100億円 ⇒ 1400億円 ⇒ **1700億円**

CP等・社債: 5兆円 ⇒ 5.4兆円 ⇒ 5.4兆円

← 国債100・リスク資産100の買いオペ
→ 当座預金への入金200

【買いオペ・後】 日本銀行B/S

金融機関B/S

資産	負債
国債200	銀行券50
	当座預金250
リスク資産100	

資産	負債
貸出700	預金1000
国債50	
日銀預け金250	

量的緩和(quantitative easing)

【ねらい】

- ①金融機関の融資増加
- ②外債購入による円安効果(⇒輸出増加)
- ③株価上昇による資産効果(⇒消費を刺激)

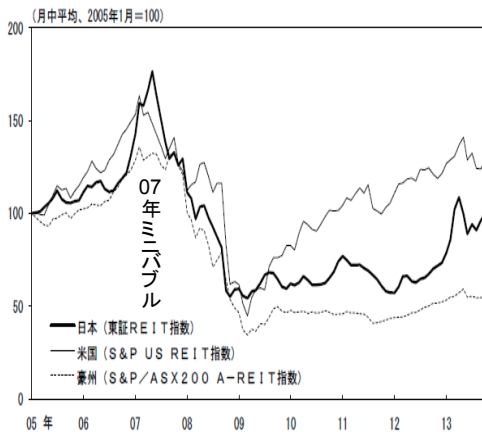
⇒つまり、量的緩和は民間のポートフォリオをリスク資産へ向かわせる効果が期待される(ポートフォリオ・リバランス効果を狙う)

11

(C)Eiji Komatsu

都心のオフィスビルを投資対象とするJ-REITの動向

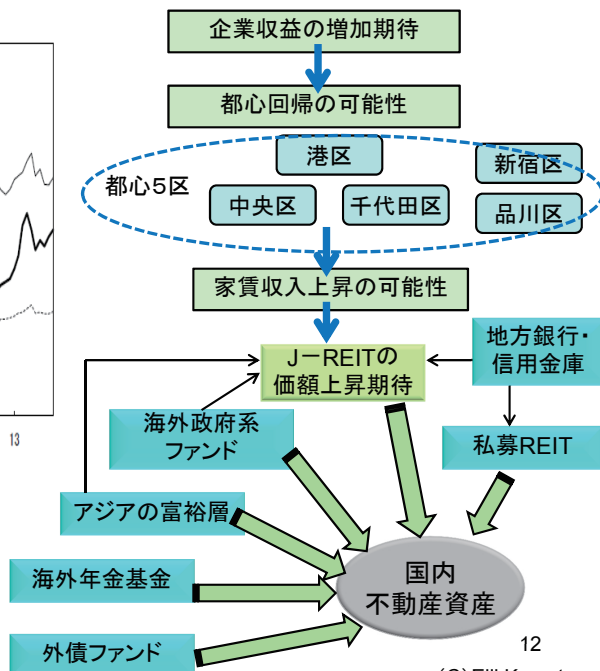
■東証REIT指数の推移



【J-REIT投資の注意点】

- ・市場規模が小さく乱高下の可能性
- ・設立母体の信用力チェック
- ・物件を取り巻く環境チェック
- ・バブル警戒(金融庁の動きなど)

データ出所: 日本銀行



12

(C)Eiji Komatsu

選り好みの中で進む地価の二極化

■地価の下落要因

土地の需要減少

- 本格的な人口減少社会の到来
⇒世帯数現象⇒住宅需要の減退
- 金利上昇
⇒収益率の低下
⇒不動産の値下がり
- 地震の影響による評価減
(リスク要因)津波、停電等

土地の供給増加

- 埋め立てによる供給増加
- 規制緩和による容積率の拡大
- 首都圏の「耐震改修促進計画」
—建築物の新耐震基準への移行促進
- 工場や大学の移転に伴う土地の売却

■地価の上昇要因

- インフレへの備え
⇒インフレによる地価上昇期待
- 低金利の持続
⇒低金利は果たして常態か
- 金融緩和マネーによるミニバブル
- 過剰流動性による外資流入

居住地の選り好み が厳しくなり、人気エリアとそれ以外で二極化が進む可能性

- 政府は国家戦略特区を改革拠点とする方針
東京圏は「東京都・神奈川県の一部または一部、千葉県成田市」、関西圏は「大阪府・兵庫県・京都府の一部または一部」。

この他、沖縄県を「国際観光拠点」、福岡市を「創業のための雇用改革拠点」、新潟市を「大規模農業の改革拠点」、兵庫県養父市を「中山間地農業の改革拠点」と位置付けた。

13

(C)Eiji Komatsu

【ポイント】

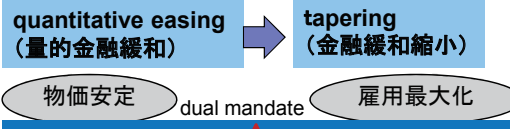
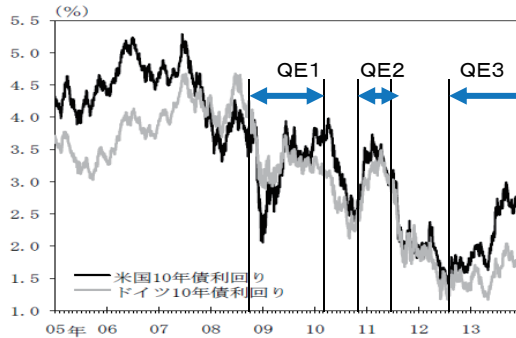
アベノミクスは格差拡大はやむを得ないと的前提で進んでいる。

2. 米国の金融緩和縮小と世界経済への影響

■米ドルのトレンドを大局的に見る



■米国の量的金融緩和(QE)と長期金利の動き



【緩和縮小の条件】

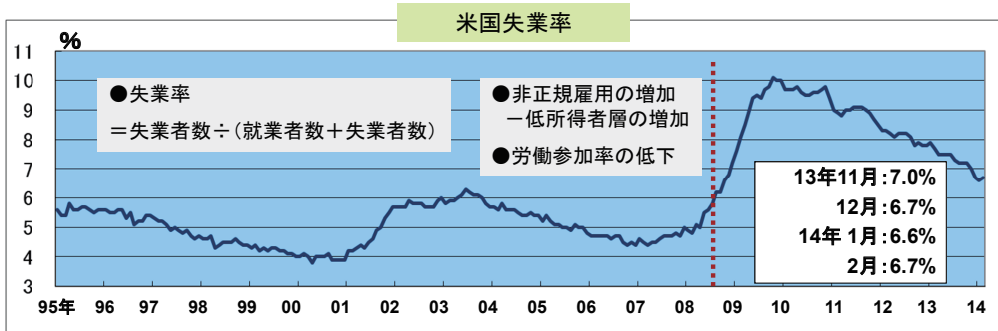
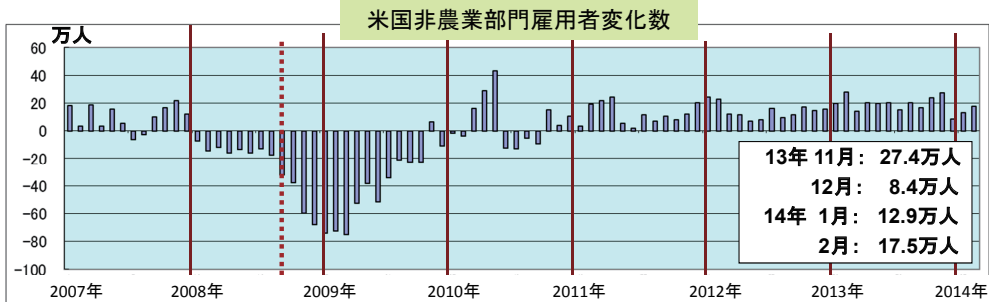
- ・雇用等の経済指標の改善
- ・市場の織り込み度合い
- ・財政協議の合意

14

(C)Eiji Komatsu

データ出所: FRB等

注目の米国雇用関係指標



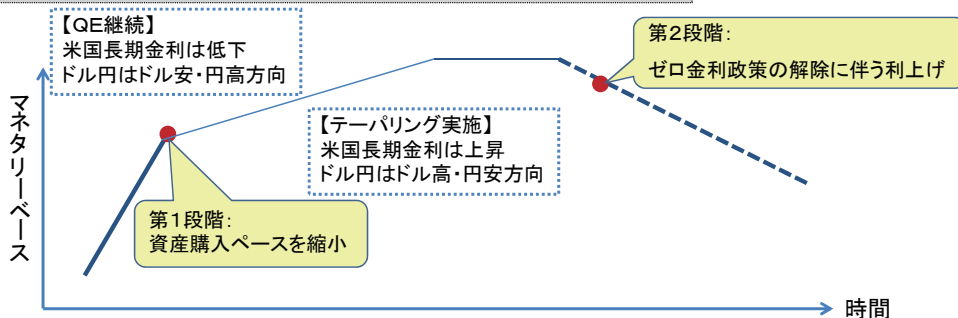
原則として毎月第1金曜日の日本時間午後9時半に発表
データ出所: 米国労働省

15
(C) Eiji Komatsu

金融緩和縮小のイメージ！ 優しすぎず、厳しすぎず

① 2014年1月よりQE縮小
月間国債購入額は(450億ドル→400億ドル→350億ドル→300億ドル)
月間MBS購入額は(400億ドル→350億ドル→300億ドル→250億ドル)
② フォワードガイダンス(先行き見通しを示す政策指針)の転換
『失業率が**6.5%以下**でもインフレ率が**2%以下**なら、金利を上げない』から
失業率基準を撤回して、今後の利上げの検討に際して、幅広い範囲の判断材料を考慮することとした。

【2014年2月FRB議長交代】
ベン・バーナンキ氏(60)
↓
ジャネット・イエレン氏(67)

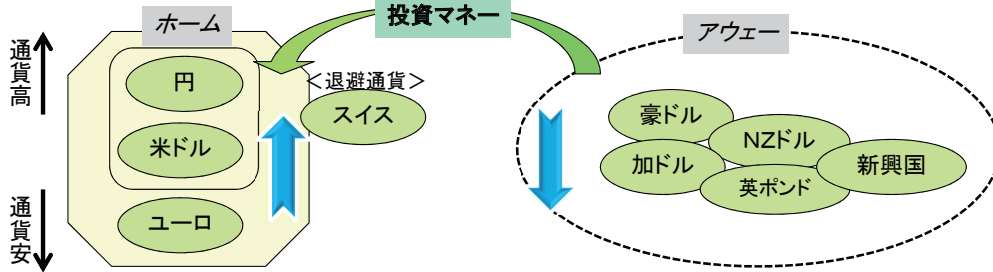


● 金融緩和の縮小に伴う**長期金利の上昇**が、景気を冷え込ませる(株価が急落する)可能性がある一方、逆に市場に優しすぎる金融政策は**バブル**などの金融不均衡を招く危惧がある。
● その後は、利上げ(正常化)のタイミングと、FRBが市場に供給した巨額のマネーをいかに混乱なく**吸収**するかといった課題が待っている。

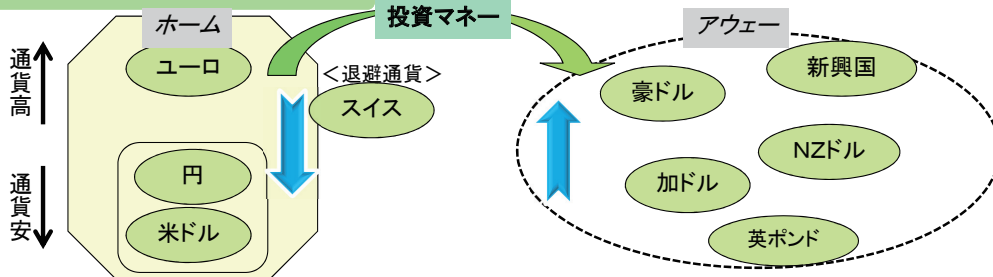
16
(C) Eiji Komatsu

リスクオン・オフで見るマネーの潮流(イメージ図)

リスクオフ(リスク回避志向が強まる)



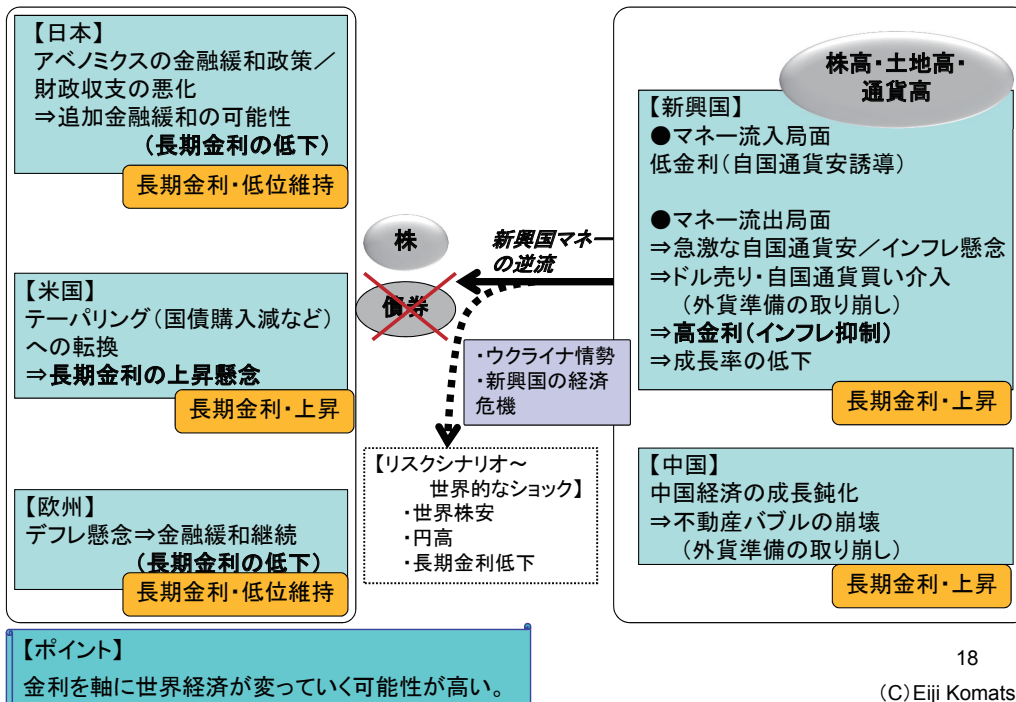
リスクオン(リスク選好志向が強まる)



17

(注)イメージ的に書き込んだものであり、正確な位置関係を示しているわけではない。(C)Eiji Komatsu

金融緩和縮小に伴う新興国マネーの逆流

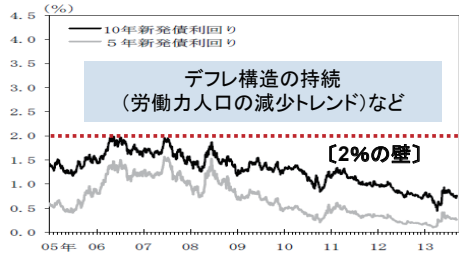


18

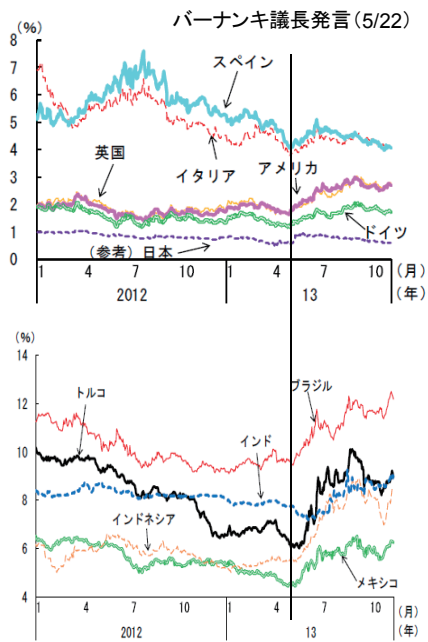
(C)Eiji Komatsu

3. 世界的な金利上昇懸念と日本経済

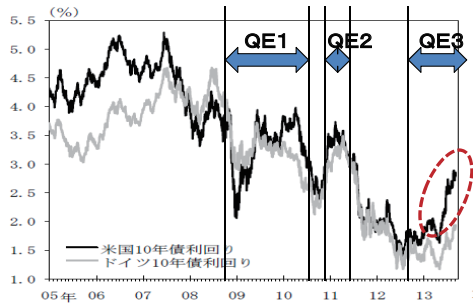
■このところの日本の長期金利の動き



■世界の長期金利



■米国の量的金融緩和(QE)と長期金利の動き

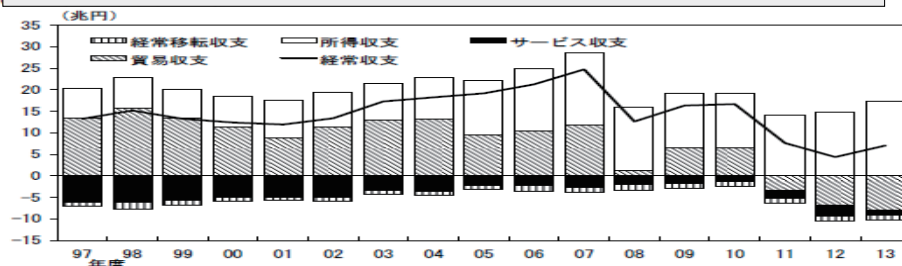


19
(C) Eiji Komatsu

長期金利の動向 悪化する経常収支の動向

■経常収支の推移

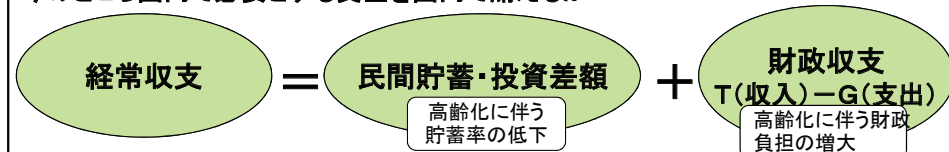
経常収支 = 貿易収支 + サービス収支 + 所得収支 + 経常移転収支



- ・新興国の台頭による輸出競争力低下
- ・国内製造業の海外移転
- ・電力供給源のシフト⇒燃料輸入増加に伴う経常収支の悪化

■経常収支と財政収支の関係

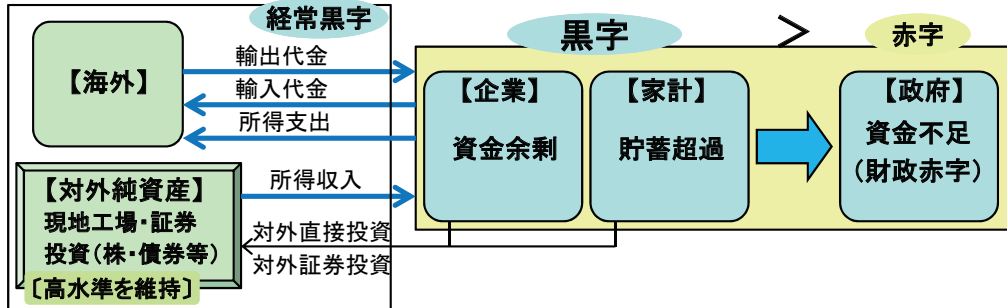
今のところ国内で必要とする資金を国内で賄えるが...



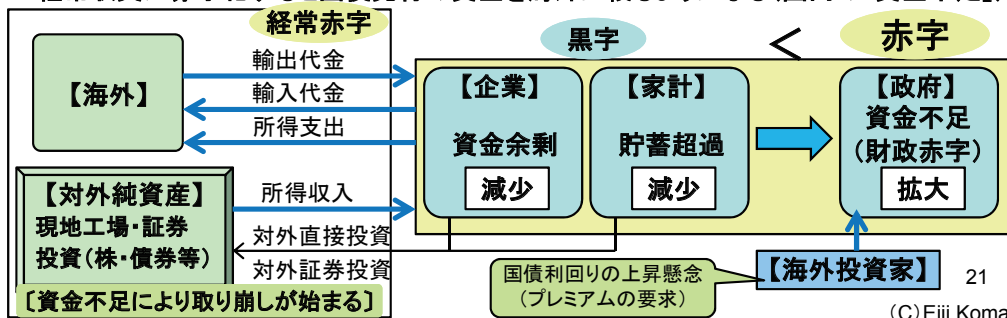
20
(C) Eiji Komatsu

長期金利の動向 政府のファイナンスが変化する可能性

■現在は、資金の動きでみると国内の「資金偏在」といえる



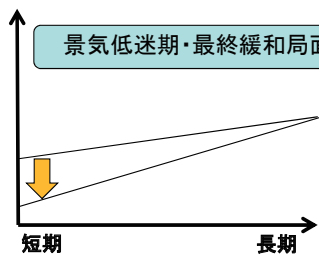
■経常収支が赤字化すると国債発行の資金を海外に頼るようになる(国内の「資金不足」)



(C) Eiji Komatsu

どのように金利は上昇するか？過去の金利上昇から学ぶ

■過去の景気循環におけるイールドカーブの動き

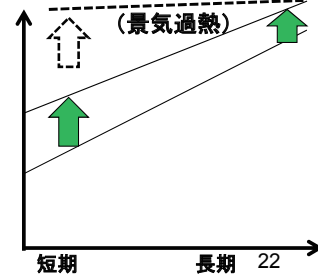
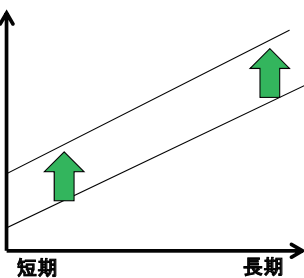
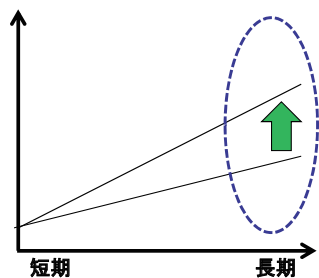


- 【短期金利の決定要因】
 - ①市場の需給
 - ②日銀の金融調節
- 【長期金利の決定要因】
 - ①期待(予想)インフレ率
 - ②期待潜在成長率
 - ③リスクプレミアム

①景気回復初期

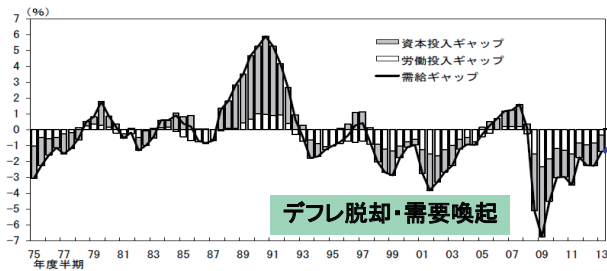
②回復本格化・引締開始

③好景気拡大・引締継続



(C) Eiji Komatsu

最後に中長期のマクロ経済環境(リスク・シナリオ)を考える



これからは供給重視政策が重要となる

【2000年以降に進行したこと】

- 企業のコストダウン→人件費の安い海外での生産にシフト
- 基幹産業が海外生産を始めると、その関連産業も海外生産に移行せざるを得なくなる(アルミ合金、タイヤ、化学など)
- 新興国の経済発展(世界の生産拠点→世界の消費市場)
世界的な平均所得水準の低下→売れ筋商品の価格下落圧力→さらなるコストダウン→海外生産比率の引上げ
- 日本の生産年齢人口の減少(高齢化により、輸出能力は落ちる)
- 資本設備の老朽化

【これから起きる可能性のあること】

- 高齢化に伴い医薬品輸入が増加する
→貿易収支悪化
- 空洞化に伴う工場稼働率低下→エネルギー効率悪化
- 機械や公共インフラの老朽化→設備の生産性低下
- 供給能力不足経済→長期金利上昇・物価上昇・賃金上昇、地価の二極化

【供給力アップに向けた課題】

- ⇒ 海外企業の進出促進(国家戦略特区構想)
- ⇒ 観光立国(“おもてなし”の力)
- ⇒ 女性の働く機会拡大と就労環境整備 など