

今後の経済展望と投資環境

第一生命経済研究所
経済調査部
首席エコノミスト
永濱利廣
Toshihiro Nagahama



去年の秋頃から世界の景気循環が上向いてきている。景気循環は一旦上向けばすぐには腰折れしないため、少なくとも来年あたりまでは景気拡張期が続くのではないかと考えられる。

去年の秋頃に上向くまで二年程度、製造業の景気循環は低迷していた。トリガーは中国である。製造業PMIを確認すると、二〇一四年の秋頃から中国が五〇を下回り始め、少し遅れて米国が五〇を下回り、その後日本も五〇を下回った。

そして今回、明確に中国の生産が戻ってきている。これが世界の景気循環のエンジンになり、先進国に良い波及効果をもたらしている。中国は今年十月に五年に一度の共産党大会があるた

め、過去の経験則に従えば、それまではあらゆる手を使って景気を支えるだろう。

今年の経済成長は製造業循環が上向く要因がメインで加速し、来年の経済成長はトランプ氏の拡張的な財政政策の効果がメインで更に加速すると見ている。しかし、トランプ氏が主張する金額の半分くらいでも拡張的な財政政策が実現すれば、恐らく米国経済に過熱感がでてくるため、FRB（米連邦準備理事会）が利上げペー

スを速める可能性が高い。過去の経験則では「経済が過熱するなかでFRBが利上げを加速する」局面はリセッション入りのサインだった。従って、今後の見通しの結論としては、二〇一七年と二〇一八年は経済

堅調、二〇一九年頃から景気後退入りというイメージである。

日米金融政策の注目点

金融政策の変更以外でFRBの動向やFOMC（連邦公開市場委員会）の最大の注目点はやはりドットチャート、つまりFOMCメンバーのFFレイト見通しを点（ドット）で示したものである。ただ全体の見通し以上に注目されるのが二五パーセントである。

三の倍数の月に開かれるFOMCではFFレイトの見通しが公表される。多くの場合、メディアで報道されるのは「全体の中央値」である。しかし、全体の中央値以外にも「下位二五%の

メンバーの平均」も出る。それが二五パーセントである。

なぜ注目されるかというと、その下位二五%の中に、恐らくハト派のイエレン議長が含まれているからである。そして、二〇一七年の利上げ回数について「二五パーセント」でも三月に二回から三回に引き上げられている。

一方、日本銀行については、世界的に景気が上向いている状況では、イールドカーブ・コントロール政策は非常に効果を発揮する。原油価格が戻り期待インフレ率が上昇する局面では、世界各国の長期金利に上昇圧力がかかり、ゼロ近辺にアンカリングしている日本の長期金利との金利差が拡大し、円安になりやすいためである。

従って、しばらくはこのままで維持されると予想されるが、来年には金融政策の変更を行う可能性はあるだろう。そして、その引き金を引くのは円安の進行だと考えている。

トランプ氏のインフラ投資や減税の中でも特にレパトリ減税は効くと予想されるが、来年にかけてドル高円安が相当進む可能性がある。過去を振り返れば、一ドル一二五円を超えてくると、輸入物価の上昇で庶民から悲鳴が上がり、官邸もそれを気にして為替市場で黒田ラインが形成された経緯がある。

FRBの利上げは今年あと一〜二回、来年は三〜四回と想定しており、そうすると、基本的にはドル高円安になる可能性があるが、一ドル一二〇円台半ば程度まで円安が進む局面になると、日銀は長期金利ターゲットの引き上げも検討して考えると考えられる。

アベノミクスの行方

これまでのアベノミクスのけん引役は日銀の金融政策であったが、数年以内に日銀は試練のときを迎える可能性がある。リーマン・ショック以降、米国経済は八年近く景気拡張を続けている。しかし残念ながら、永遠に上昇し続ける景気はない。

イールドカーブ・コントロール政策は、世界経済が好調なときは威力を発揮し、特に米国が金融引き締めを行っているときは、大きくプラスに働くが、リセッションを迎えた米国が金融緩和に転じれば、今のスキームでは円高を抑え込めない可能性がある。

海外からの批判を度外視すれば、外債購入等の選択肢があると思われるが、現実的には難しい。となれば、緩和のために吸い上げる国債が足りないことになり、ヘリコプターマネーに近い政策を採る可能性も全くないわけではない。そうした意味では、米国経済が好調なうちに、

いかに日本経済も正常に近づけることができるかが最大のポイントだと思われる。あと二〜三年のうちに米国経済がリセッションに陥れば、二〇一九年十月に消費税を引き上げるとは難しいだろう。

二〇一四年四月に消費税率は五%から八%に引き上げられたが、増税後の消費低迷は想定以上となり、消費税増税は拙速だったことになっている。

筆者は、アベノミクスには肯定的であり、言葉を選ばずに言えば、日本の政策当局が初めてグローバルスタンダードに近い政策を実行しただけである。つまり、海外では一般的な経済政策を体現しているのがアベノミクスである。

リーマン・ショック後にFRBは大胆な金融緩和を実施した。しかし、日銀は平成バブル崩壊以降も大胆な金融緩和を行ってこなかった。つまり、デフレという異常な経済状況を長期間放置してしまっただけが最大の罪だと思われる。このように、アベノミクス自体の方向性は正しいが、二〇年間デフレを放置してしまっただけゆえに、企業・家計ともに、心理的萎縮が続いてしまっている。すなわち、二〇年間デフレを放置した弊害がまだに残っており、アベノミクスの効果を減退させていると考えられる。

※1 イールドカーブ・コントロール政策：10年物国債の金利をゼロに誘導する、長期金利操作政策
※2 レパトリ減税：企業が海外で得た利益を本国に還流する際の減税措置