

テーマ：「異次元の金融緩和」で変わる景気と生活 2013年4月18日（木）

～うまくいけば2～3年でデフレは終わり、日本経済は復活～

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 (03-5221-4531)

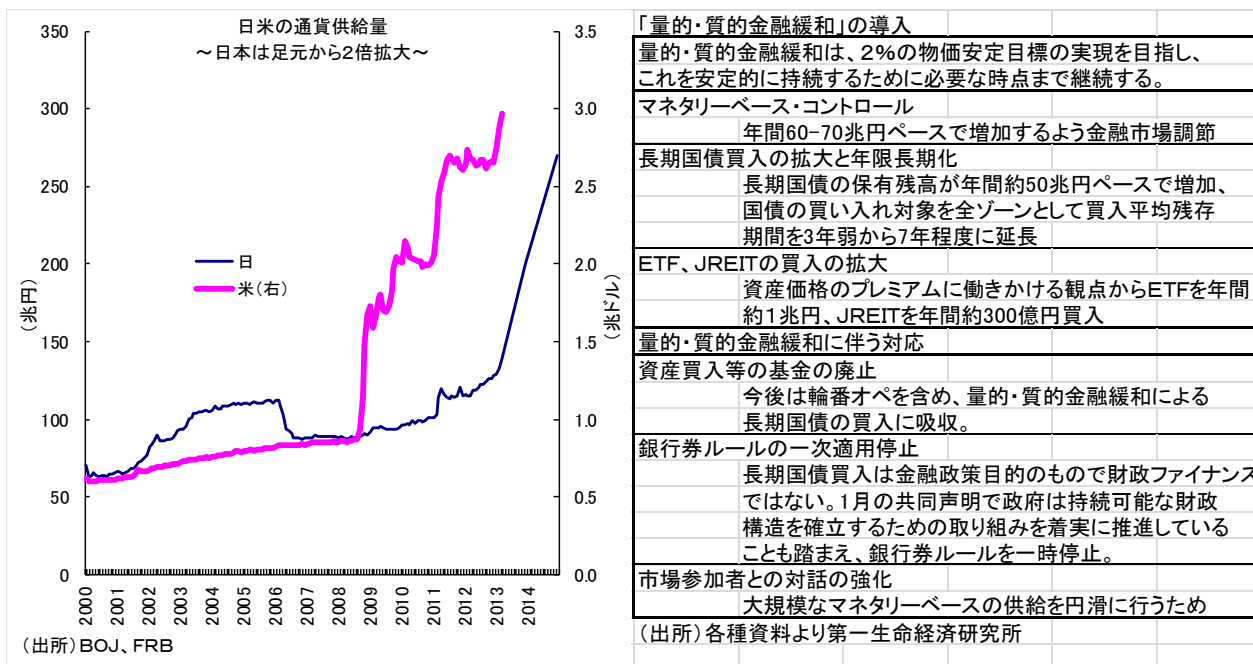
(要旨)

黒田日銀の金融政策は「異次元」と表現されるが、実はグローバルスタンダードな金融政策だ。期待に働きかけることで、円安、株高が実現し、企業業績の回復、賃金上昇へとつながっていく。うまくいけば、2年～3年でデフレは終わり、日本経済は復活するだろう。

(※) 本稿はダイヤモンドオンラインへの寄稿をもとに作成。詳細は「図解 90分でわかる！日本で一番やさしい「アベノミクス」超入門」（東洋経済新報社）を参照。

●「異次元の金融政策」とは、グローバルスタンダードな政策

「異次元」と形容される金融政策の中身をみると、既に米国や英国で行っていることと大きく変わらず、異次元という印象は受けない。要はグローバルスタンダードな金融緩和をするという内容だ。



具体的に見ると、まずは「マネタリーベース・コントロールの導入」。これまで、日銀が「無担保コール翌日物」（＝金利）としていた金融市場調整の操作目標をマネタリーベース（量）に変更するというものである。

次に「長期国債買入れの拡大と年限長期化」。買入れ国債の平均残存期間（償還までの期間）を9年とするFRB（米連邦準備制度）と比べると、日銀は3年弱と短かったため、長期国債買入れの対象を広げ、買入の平均残存期間を現状の3年弱から、国債発行残高平均並みの7年程度に延長するというものである。

3つ目が「ETF、JREITの買入れ拡大」。FRBはリスク資産である住宅ローン担保証券

の購入を危機回避のために、2009年に始めたQE1（金融緩和）から導入している。FRBに比べると、日銀のリスク資産購入も量が足りないとし、ETFとJREITをそれぞれ年間約1兆円、300億円ずつ買い入れることとした。

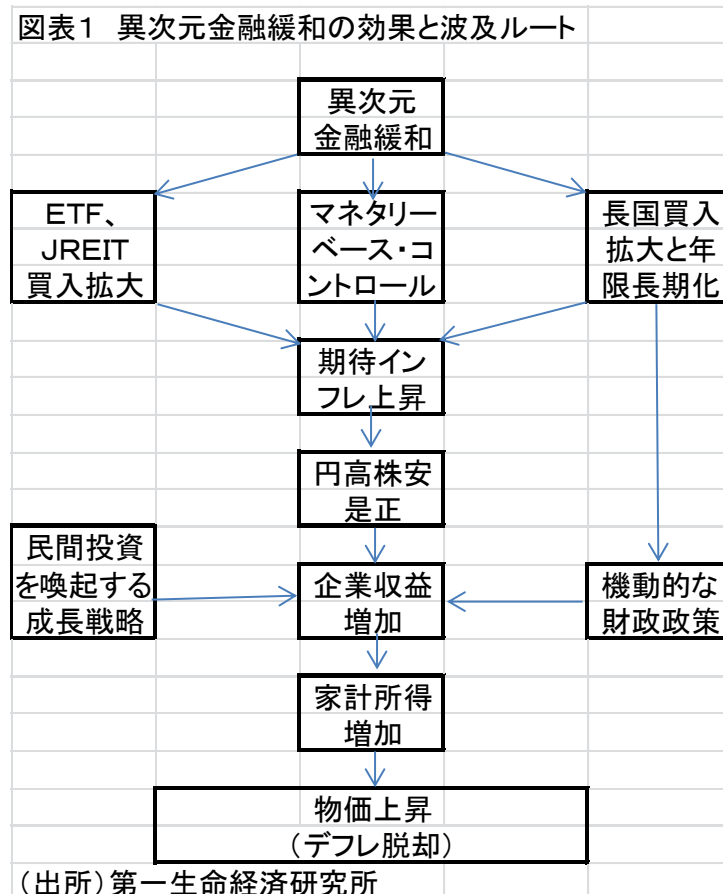
最後に、時間軸に関する表現を見直した。日銀は、物価安定の目標をCPI（消費者物価指数）前年比2%としているため、これを安定的に持続するために質的・量的金融緩和を必要な時点まで継続するとした。

その他、質的・量的金融緩和に伴う対応として、今後は資産買入等の基金を廃止し、長期国債買入を輪番オペと統合する。また、大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うために銀行券ルールも一時適用停止し、市場参加者との対話を強化するとした。

●「異次元の金融緩和」で景気が良くなるメカニズム

日銀では上記のような政策を実施しようとしているが、これらによってどういう形で景気が良くなっていくのかを見ていきたい（図表1）。

2年で2%のインフレ目標や2年で2倍の量的緩和という政策を打ち出すことで、まずインフレ期待が生まれる。インフレ期待とは、人々が「これから物価や株価が上がりそうだ」と予想することである。今回の異次元緩和の場合、期待に働きかけて景気を良くしようとしている。すると「円の価値が下がって景気がよくなる」と考える人が増え、円が売られ、株を買う人が増えることで、実際に円安・株高になる。今回の金融政策決定会合時も、緩和の内容が発表された瞬間から円は安くなり、株は上がりだした。これは、日銀が打ち出した異次元の緩和が、多くの市場参加者の予想を上回ったからに他ならない。しかし、よく考えてみると、実際には日銀はまだ何もやっていない。にもかかわらず持続的に円安・株高が進んだのは、インフレ期待のなせる技である。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

このように為替が円安になると、儲かる企業が増えてくる。特に輸出関連の企業は、国内で作ったモノが海外で安く売れるようになるため、多くのモノが売れるようになる。さらにこれまでは安い輸入品に価格面で負けて、国内で売れなかった商品も、円安になることで輸入品の価格が上がるため、相対的に価格競争力がついて国内でも売れるようになる。

こうした産業を国内代替産業と言い、国内で部品を作っている中小企業や農業などが典型例である。また、株が上がれば企業の財務状況が改善し、資金調達を行いやすくなるため設備投資もしやすくなる。

家計でも、実際に株を持っている人の保有資産が増えるため消費を増やすことができるだけでなく、株を持っていない人も株が上がると財布の紐が緩くなり、消費を増やすことが、株価と消費者心理のデータの関係で明らかである。つまり、円安・株高になることで、企業も家計も需要を増やす。

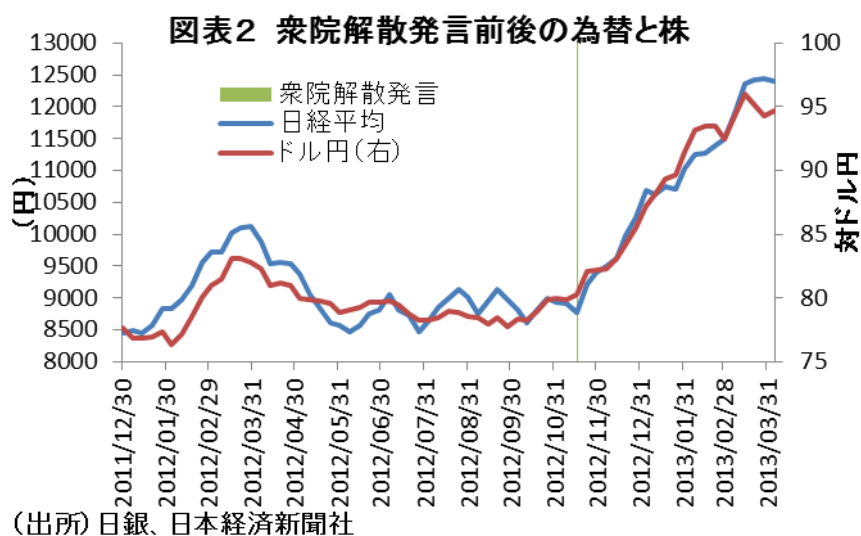
このように、経済全体で需要が拡大すれば、企業が儲かり、そこで働いている人の収入が増える。収入が増えれば、今までより多くのモノを買う。モノがたくさん売れるようになると、物価が上がる。異次元の金融緩和では、こうしてデフレ脱却を狙っている。

● 2～3年でデフレは終わり、日本経済は復活する

仮に異次元の金融緩和が成功して景気が回復したとしても、企業ばかりが儲かって生活が少しも楽にならないようでは何の意味もない。家計の収入が増えないかぎり、デフレから脱却することはできないからである。

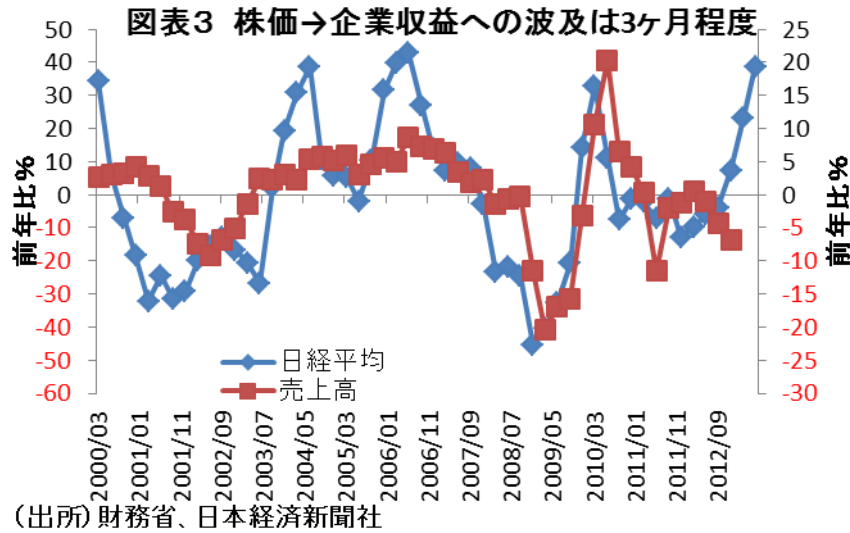
(1) 給料は3種類あり、それぞれ伸びる時期が異なる

給料には三つの種類がある。いわゆるサラリーマンの場合、まずは所定内給与がある。これは毎月定額で受け取っている給料のことで、いわゆる基本給・能力給・家族手当等である。次に所定外給与、つまり残業代である。そして最後が特別給与、つまりボーナスのことである。これらのうち、最初に増えるのは残業代である。まず、昨年11月に野田前首相が解散を宣言して以降、市場では一気に円安・株高が進んでいる(図表2)。



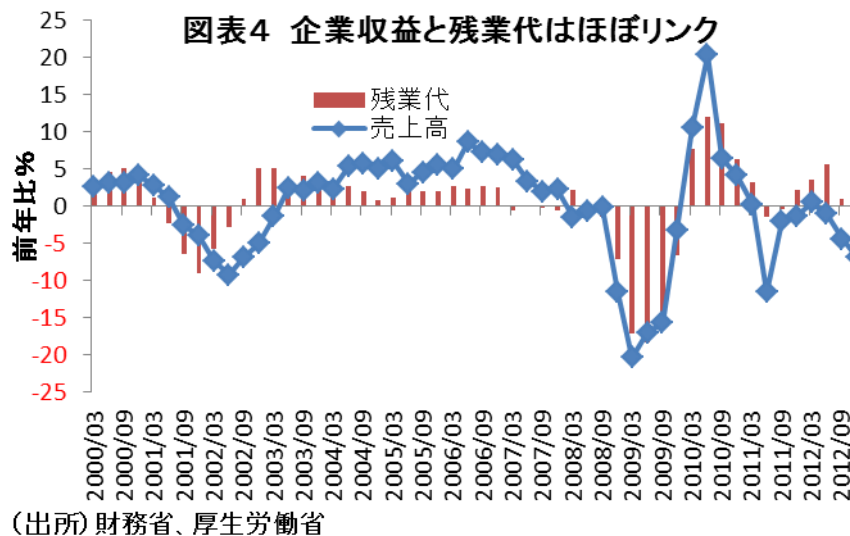
一方、図表3は過去の日経平均株価と企業の売上高の関係を時系列で見たものである。これを見る

と、株価と企業の売上高が密接に連動しており、株価が上がってから概ね1四半期遅れて企業の売上高が伸びる傾向を見て取ることができる。今回の株高は昨年11月後半から始まっているため、過去の実績から考えると、今年1～3月期の決算では、業績が好転する企業が数多く現れると予測できる。



株も上がり企業の業績も良くなると、次に増えるのが残業代である。企業の売上が伸びれば、それまで以上に仕事が増えて忙しくなる。すると、企業で働いている人達は、それまでと比べて長い時間働かなくてはならない。つまり、残業しなくてはならない人が増える。残業が増えれば残業代がつくので、まずはここが増える。

残業代に関しては、過去のデータから、企業の売上の伸びから1～2ヵ月ほど遅れて伸びることが確認できる(図表4)。つまり、株が上がって1四半期で売上が伸び、それから1～2ヵ月遅れて残業代が増える。過去のトレンドを踏襲すれば、今回の円安・株高の効果で、今年の春頃には残業代が増えるはずである。

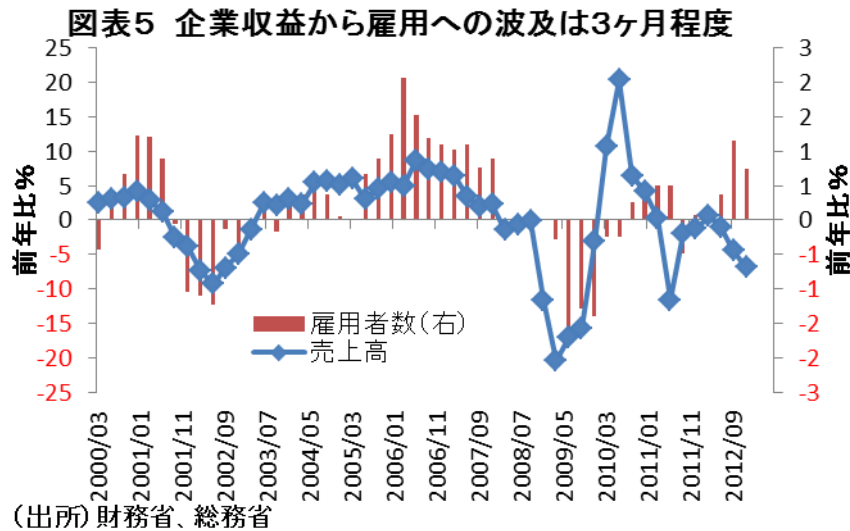


仕事が忙しくなって残業を増やしても、人手は限られているため、さらに仕事が増えると、それま

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

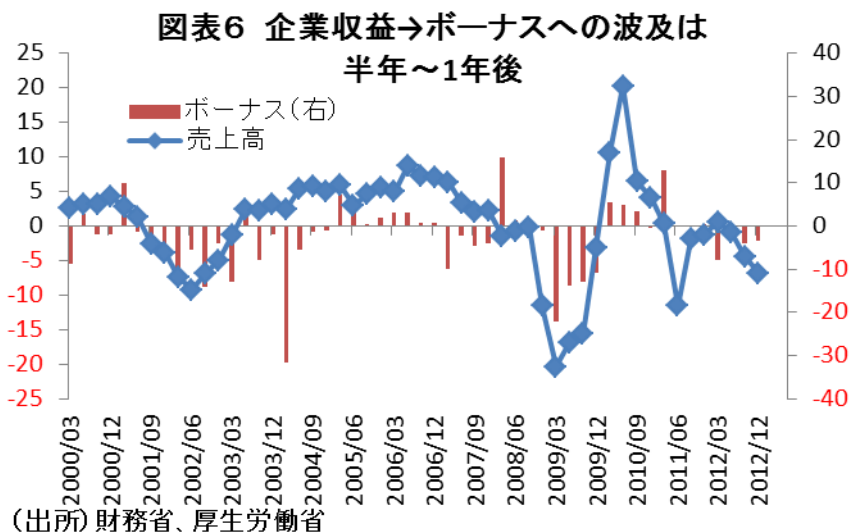
での人員だけでは対応できなくなる。そこで、企業は新たな働き手として非正規雇用者を増やして対応する。過去の企業売上と雇用者数の推移を見ると、売上が増えてから、概ね1四半期後に雇用者数が増える（図表5）。今回の場合、今年4～6月期頃には雇用者の増加がはっきりと現れてくると考えられる。

このように、残業代が増え、これまで職にあぶれていた人が働けるようになるのが、異次元緩和の恩恵の第1波である。



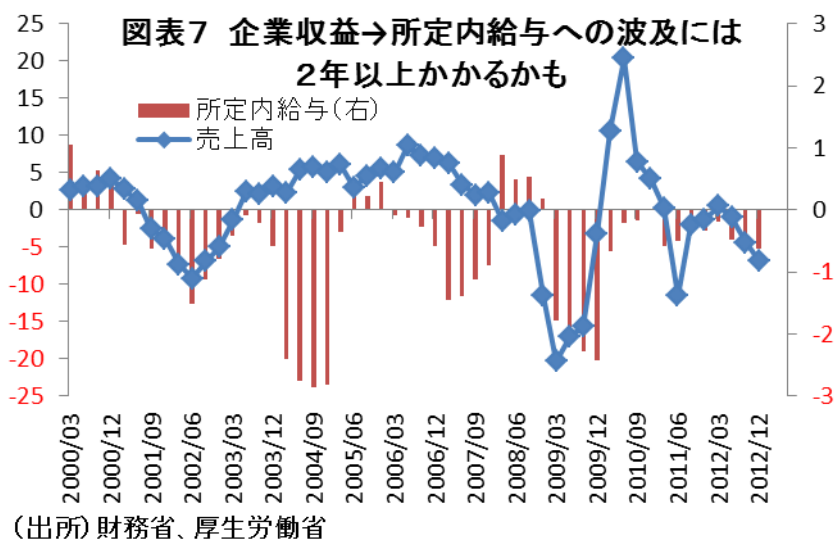
(2) やがてボーナス、そして基本給が上がる

次に増えるのはボーナスである。ボーナスは春闘をはじめとした労使間協議を経て決まる。その際の交渉のベースとなるのは、前年度の業績である。大手コンビニ各社や自動車メーカー等、既に企業業績の上ブレが明らかになっている企業は、経営者側がボーナスについて満額回答を出しているため、早い企業では今年夏のボーナスが増えるところもある。それ以外の企業も、今年度は全体の企業業績で大幅増益が見込まれるため、遅くとも来年夏のボーナスは増額される企業が増えるのではないかと（図表6）。



最後に上がるのが所定内給与。所定内給与というのは通常固定給で1度決めてしまったらなかなか減らすことができないため、景気回復が持続し、経営者が先行きに自信を持ってないと上がらない。

図表7は、企業の売上高と所定内給与の推移を見たグラフである。2002年からは、戦後最長の景気回復期間（いざなぎ景気）に入っているが、所定内給与が増え始めたのは2005年になってからである。つまり、景気が回復し企業の売上が増えてから所定内給与が増えるまでには3年かかった。景気が良くなっても企業は給料を上げない、という主張が一部にあるが、過去の実績を見ると、3年程度経てば企業も安心し、所定内給与を上げる流れが見られる。



前回と同じパターンで給料が上がるとすれば、今回も3年ほど景気回復が持続すれば2016年頃から所定内給与が増えてくるのではないかと予想できる。ただし、2005年の段階では、日本はまだデフレから脱却できていなかった。それでもある程度の期間、持続的に業績が回復すれば所定内給与を上げる企業が出てくることを、2005年の例は示唆している。

今回のアベノミクスでは、デフレからの脱却を目標にしている。デフレを脱却するためには家計の給料が増えなくてはならない。そのため、政府も財界に対して、業績の改善した企業には積極的に賃金を上げるよう要請を強めていることからすれば、過去のケースより早い段階、すなわち2015年あたりで、所定内給与を上げる企業が増えてくるのではないかと期待している。