



〈フォーカス〉 改革なくして「100年安心」はない

5年ぶりとなる公的年金の財政検証が発表された。内容的には前回とそう大きな違いはないが、改めて、年金財政の厳しさを浮かび上がらせる結果だったと言える。まず、前提とする平均寿命は、男性で0.76歳、女性で0.42歳延びた(前回は2060年度、今回は2065年度時点)、人生100年時代と言われる通りで、今後も財政検証のたびに上方修正が続き、年金財政の圧迫要因になることが想定される。

今回は、経済前提にあわせて6通りのシナリオ(ケースⅠ～Ⅵ)が用意されたが、これまで同様、全体的に楽観的との印象が否めない。これは厚労省の責任ではないが、23～28年度までのTFP(全要素生産性)上昇率は、上3つのシナリオで1.2%、下3つで0.8%である。29年度以降は一番下のケースⅥでも0.3%だが、安倍政権下でのTFPは右肩下がり低下しており、内閣府の推計ではすでに0.3%まで下がっている。これが今後前提の水準まで急回復するとの根拠は見当たらず、逆に下限となる保証もない。ちなみに日銀の推計では0.1%台である。高TFP予想の帰結として、中長期的なマイナス成長が前提となっているのはケースⅥのみである。2060年まで、生産年齢人口が平均1%ずつ減少していくことも考え合わせれば、長期的なプラス成長の維持は必ずしも容易ではない。このほかにも、GDP成長率を2%前後上回る平均運用利回り(ケースⅠ～Ⅴ)、高めの賃金上昇見通しなど、楽観的な前提は枚挙にいとまがない。

次に試算結果を見ると、「中の上」であるケースⅢを前提とした場合、モデル世帯の所得代替率は19年度の61.7%から、給付調整の終了する2047年度には50.8%まで2割程度下がる。年金額(実質ベース)自体が減るわけではないが、分母の現役世代の手取り収入額が35.7万円から47.2万円(47年)まで3割以上増えるのに対し、年金額は22万円から24万円までわずか9%増えるにすぎない。もともと所得代替率の50%確保が04年制度改正の目的だが、分母が現役男子の平均手取り収入額なのに対し、分子は夫婦二人分の基礎年金を含むので、一人当たりで考えれば半分以下である。また、基礎年金部分に限れば、夫婦二人で13万円から12.4万円へと金額ベースでも減少する。夫婦二人でこの金額であり、このままでは生活保護とのバランスも問題となる。被用者保険の対象外となる世帯を中心に、今後保険料の支払いを停止する人々が増加、将来的に大量に生活保護に流れる可能性が否定できない。

この点、今回の財政検証では、財政安定のための制度改革を前提とした「オプション試算」が盛り込まれており、非常に有用である。被用者保険のさらなる対象拡大を盛り込んだオプションAでは、被用者保険の適用対象となる企業規模要件を外す「125万人拡大」、8.8万円の賃金要件を外す「325万人拡大」、短時間労働者や中小企業の雇用者にまで全面的に対象を広げる「1050万人拡大」の3通りが示されている。手厚い中小企業対策が必要となる③はともかく、②までであれば十分検討可能と考えられる。オプションBで示されている、基礎年金の保険料の拠出期間延長と、受給開始時期の年齢拡大も必須だろう。少なくともこのまま何も手立てを打たなければ、「100年安心」が崩壊するのは目に見えている。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉 改革なくして「100年安心」はない……………	1	・「主流派マクロ経済学」の潮流……………	6
・経済情勢概況……………	2	・主要経済指標レビュー……………	11
・世界的な通貨戦争は起きるのか……………	4	・日米欧マーケットの動向……………	18

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。

個人消費は、消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩慢な伸びを維持すると予想する。

設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、持ち直し傾向で推移すると見込む。

輸出は欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れるとみる。

消費者物価（コアCPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化し、2019年度は+0.8%程度、2020年度は+1.0%程度となると予想する。

金融政策については、米中貿易摩擦の激化による世界景気の減速懸念、FRB、ECBの緩和姿勢が強まったことなどを背景に、9月にフォワードガイダンスの強化や、長期金利変動許容幅拡大等の追加緩和を実施するとみる。

米 国

米国経済は、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げにより、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。ただ、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、緩やかながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられ、増加基調での推移を予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低下、新築価格の調整進展などにより徐々に下げ止まりへ向かおう。設備投資は、法人税減税の効果剥落で企業利益の伸び鈍化が見込まれるほか、米中摩擦やねじれ議会下の政策運営に対する不透明感などから増勢は徐々に鈍化すると予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燦るほか、成長ペースが緩やかになるなかでインフレ圧力は限定的なものにとどまるとみられることから、FRBは、2020年春先までに2回程度の予防的利下げを行ない、その後様子見姿勢に移ると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、米国を中心とする保護主義の高まりや、中国景気減速の影響を受け、景気は減速傾向で推移すると予想する。

個人消費は、企業の採用意欲や家計の消費マインドが悪化していることにより、減速するとみる。固定投資は、中国景気の減速を背景に、減少するとみる。輸出は、米国向けが下支えとなり、緩やかながらも回復するとみる。

ECBは7月の理事会で、フォワードガイダンスを変更し、利下げの可能性を示唆した。また、ドラギ総裁は景気や物価のリスクは下向きとしたうえで、見通しが一段と悪化するようであれば金融緩和も

辞さないとの見方を表明している。インフレ率は鈍化しており、域内景気も減速していることから、ECBは2019年内に金利の階層化とともに利下げを行ない、量的緩和策再開に動くと予想する。

世界的な通貨戦争は起きるのか

保護主義が通貨戦争に発展するのか

米中の貿易戦争が、際限のない通貨安競争、すなわち通貨戦争に発展する可能性が懸念されている(図表1)。通貨戦争の害悪とは何か。良く挙げられるのは、1929年の世界恐慌後、当時の世界経済の盟主だった英国が金本位制から離脱してポンドを切り下げたことが世界的な通貨切り下げ競争に発展、これがブロック経済化を促進し、最終的には第2次世界大戦の遠因ともなったという歴史である。

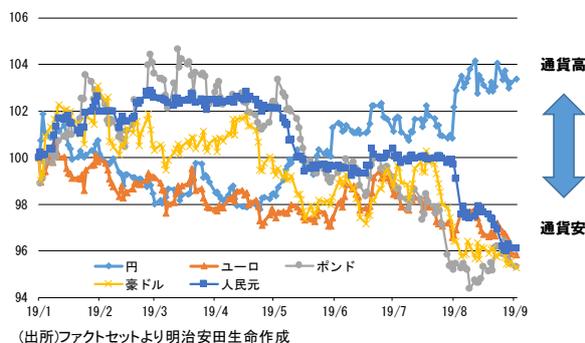
通貨安競争はしばしば他の保護主義的政策と混然一体となって実施される。米中の間ではすでに関税の引き上げ合戦がエスカレートしている。トランプ大統領は中国の元安誘導を批判したかと思えば、返す刀でFRBにドル安誘導のための利下げを要求する始末である。市場関係者の間で、今後、米中対立が本格的な通貨戦争に発展することへの懸念が台頭するのも無理はない。

ただ、今のところ、文字通りの通貨戦争が起きるリスクが差し迫ったものになっているとまでは言えない。主要国の中で、露骨な自国通貨売り介入や為替の切り下げを実施している国はない。中国は、市場の元売り圧力をむしろ買い介入で抑えているのが実態である。FRB(米連邦準備制度理事会)の対応に不満を漏らすトランプ大統領とて、中国を為替操作国に指定した手前、まさか自ら為替介入に手を染めるわけにはいかないだろう。民主党の急進左派的候補がトランプ大統領の後継大統領になればわからないが、そこまで心配するのはまだ早そうである。「自国第一主義」的な風潮が世界的に広がりつつあるとはいえ、今のところ、公に保護主義を標榜しているといえるのは米国だけで、日欧は自由貿易堅持で一致している。各国も最後はさすがに歴史に学ぶと思われ、この先も、露骨な為替切り下げ競争や、関税引き上げ競争のような事態が世界的に広がる可能性は大きくないのではないかとも思える。

緩和競争であればすでに現実のものに

一方で、すでに現実のものとなっているのは金融緩和競争である。これを事実上の通貨安競争とみなすのであれば、金融緩和のリスク=通貨安競争のリスクとなる。金融緩和は本来為替操作のために行なうものではないが、低金利の常態化に伴ない、追加的に掘り起こせる国内需要が先細り気味のため、各国とも為替チャネルに期待せざるを得なくなっている。需要不足もさることながら、世界的に長引く低成長は供給サイドの弱体化に起因する部分も大きく、もともと金融政策頼みには限界がある。1990年代には3.5%前後と言われた米国の潜在成長率は、足元では2%を割り込んでいるとの見方が大勢である。日本の潜在成長率は、内閣府、日銀いずれの試算でも1%を割り込んでいる。これには、人口動態や富の偏在、IT企業の隆盛に伴う設備投資需要の減退といった構造的な問題が働いているほか、金融政策自体、将来の成長力を先食いする性質を持つため、潜在成長率の引き下げ要因になっている面もある。有望な投資案件が見当たらない中では、低金利で調達できる投資資金はより手っ取り早く収益の稼げる不動産市場になだれ込む。また、利払い費用の低下に伴い、政府・企業とも借金の増加に伴う痛みを感じにくくなっている。欧州では金融システムの機

(図表1) 主要為替レートの推移 (2019年初=100)

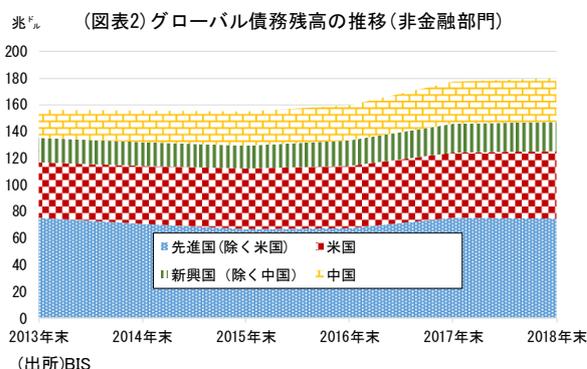


(出所)ファクトセットより明治安田生命作成

能低下も顕著で、世界的に「日本化」現象が拡散しつつある。

実際、世界的に債務の拡大が進んでいる。BIS（国際決済銀行）の調査では、世界全体の企業（除く金融機関）、家計、政府の債務残高はじりじりと拡大、2018年には180兆ドルに達するなど、次第に不気味な色彩を帯びつつある（図表2）。

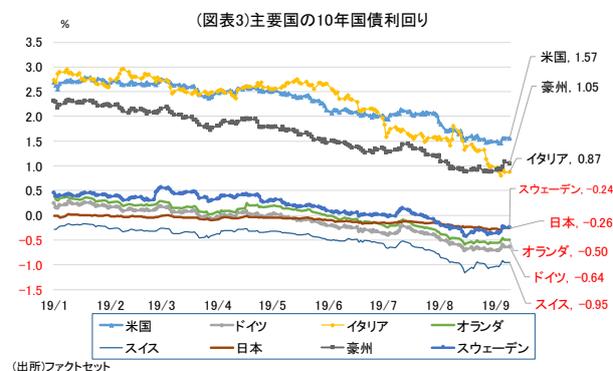
国別の内訳をみると、2013年末からの5年間で、先進国の債務残高が7%増、新興国の債務残高が40%増と、新興国の債務残高の伸びが相対的に大きいのが特徴である。先進国のうち米国に限れば23%増、新興国のうち中国に限れば59%増となっている。特に中国をはじめとした新興国では、景気後退時の不良債権化が懸念されるが、今のところ、債券市場がそうしたリスクを意識する



る心配はない。各国の長期国債利回りは軒並み低下傾向にあり、欧州の多くの国ではマイナスとなっている（図表3）。多くの国で、需要サイドと供給サイドがともに弱体化した結果、自然利子率（景気に対し引き締めのにも緩和的にも働かない中立的な実質利子率）がマイナスになっていることが、世界的なマイナス金利の背景である可能性が高い。もっとも、一部ジャンク債（低格付社債）の利回りまでマイナスになっているのをみると、さすがに信用リスクを過小評価しているのではないかと疑いが捨てきれない。もしそうであれば、いざ金利が逆回転を始めた時の、世界の金融市場への打撃は計り知れない。

適度な為替調整は難しい

また、資本市場が高度に発達した現代では、当局が意図するような「適度な」為替誘導ができるとは限らない。例えば、中国が関税の影響を相殺するため、人民元安を容認する姿勢に転じた場合、資本流出が加速し、当局の想定以上に元安圧力が高まるかもしれない。買い支えのために政府が外貨準備を大幅に取り崩せば、今度は米ドルが急落しかねない。新興国通貨も相対的に割高となり、経常赤字国から順番に売り圧力にさらされるだろう。かかる環境下では、おそらく円が逃避通貨として一手に買いを集め、深刻な円高不況の到来を招くことになる。



とりわけグローバル金融市場への影響度が大きいのはドルの動きである。ドルは、世界の外貨準備の約3分の2を占める。こうした中、米国大統領がドルの価値を軽んじる言動や、財政の健全性を軽視する政策を繰り返せば、ドルが急落し、米国債の信認も揺らぐことで（価格下落）、米国のみならず、世界経済に莫大な被害を与えかねない。中長期的には、基軸通貨としての信頼性も徐々に失うことになる。

もとより、各国の景気がそろって悪化に向かう中で、自国通貨安競争に興じても、それは互いに通貨高不況を輸出しあうにすぎず、世界経済全体の改善要因にはならない。一方で、最終的な帰結は世界金融危機ということであれば、結局、通貨安競争は誰の得にもならない。（担当：小玉）

「主流派マクロ経済学」の潮流

主流派経済学者から総スカンを食らった MMT

「自国通貨を発行する政府は、ハイパーインフレにならない限り財政出動が無限に可能」などと主張する現代貨幣理論 (MMT) に対して、米国では多くの「主流派」と言われる経済学者がおしなべて反発している。もっとも、筆者は、MMT の議論を考えるうえでポイントは、理論としての精緻さにある訳ではないと考えている。すなわち、AOC ことアレクサンドリア＝オカシオ・コルテス下院議員が、グリーン・ニューディールや学生ローン徳政令といった政策を主張するにあたり、財源としてこの議論に注目し、それに対しミレニアル世代のニューヨーカーが一大ムーブメントと言えるほどに支持したことに焦点を当てるべきだろう。裏を返せば、「主流派」の経済学や政策当局は、金融危機の発生、危機後の低成長、格差問題、奨学金負担の増大といったアメリカの経済・社会問題に対して、有効な解を提示できてこなかったために、MMT のような過激な主張に期待が集まっていると考えられる。

では、「主流派」のエコノミストはこれまでどう考え、彼らの考えはどう政策に活かされてきたのか。ここでは、米国の主要ジャーナルに掲載された論文などをもとに、近年の現代マクロ経済学の潮流を簡単に振り返ってみたい。

「淡水学派」と「海水学派」の対立は過去のものに

まず、現代マクロ経済学を考えるうえでの出発点は、シカゴ大学のロバート・ルーカス jr による、「政策変更により、人々は期待を変化させ、それに伴って行動様式も変化する」という、いわゆるルーカス批判により、旧来のマクロ経済学が否定されたことにある。その後、新古典派的な色合いが強いリアル・ビジネスサイクル論 (RBC) を経て、ニューケインジアンに論壇の重心が移る過程において、シカゴ大学やミネソタ大学といった内陸部の大学を中心とした「淡水学派 (市場原理を重視し、政府介入の効果を否定)」と、ハーバード、MIT、スタンフォードといった東西両海岸沿いの大学を中心とした「海水学派 (金融・財政政策による政府介入の効果を肯定)」の両要素が同じモデルに取り入れられ、両派の伝統的な対立は消滅した。ミルトン・フリードマンに代表される淡水学派の牙城であったシカゴ大学でも、博士課程向けマクロ経済学の講義ではニューケインジアンモデルが扱われる。

ニューケインジアンモデルでは、RBC で導入された、経済主体の先行きの期待を考慮したミクロ的な基礎付けに加え、価格・賃金の硬直性といったケインジアン的な要因が考慮されている。ここでは詳細には立ち入らないが、ニューケインジアンモデルのエッセンスは、①従来の IS 曲線に将来予測の要素を加えた動学的 IS カーブ、②インフレ率が期待インフレと需給ギャップで決まるニューケインジアン・フィリップスカーブ、③政策金利を決定するテイラー・ルール³の3式にある。この3式を出発点とし、現実社会に存在するさまざまなフリクション (摩擦) をモデルに取り入れることで、ニューケインジアン・マクロ経済学は発展してきた。また、思考実験的な側面だけでなく、コンピューテーションの進歩により、ミクロ的な実証に基づいた個人・企業の異質性を取り入れた複雑なモデルの構築が可能となったことの貢献も大きい。例えば、かねてからニューケインジアンモデルの問題点として挙げられていた「代表的個人」の前提の限界に取り組んだ「異質的個人」ニューケインジアンモデル (Heterogeneous Agent New Keynesian, HANK) の分野では、個々人で資産規模や限界消費性向が異なるとの前提がモデルに組み込まれている。また、同様の発想で、企業の生産

性が同一でないことを考慮したモデルや、コーポレート・ファイナンス的な視点から金融面でのフリクションを加えたモデルなど、さまざまなバリエーションが存在し、各モデルから現実の政策へのインプリケーション（含蓄）が導かれている。

ゼロ金利制約と非伝統的金融政策へ

現実世界に目を転じると、リーマン・ショックが金融政策の大きな転換点となったことは記憶に新しい。危機に対処するため、主要中央銀行の政策金利はいずれもゼロ近傍まで引き下げられ、いわゆるゼロ金利制約に直面することとなった（図表1）。各中銀は日銀に追随する形で、バランスシートを拡大する量的緩和策や、一定期間または一定の条件に達するまで金利をゼロですえ置くと確約するフォワードガイダンスといった非伝統的金融政策を採用した（図表2）。

危機後のこうした金融政策に特に大きな影響を与えたのが、IMFエコノミスト（当時）のエガートソンとコロンビア大学教授のウッドフォードによる Eggertsson and Woodford (2003) である。この金融危機以前に発表された論文では、家計や企業による短期金利の将来予想が、足元の消費や物価にも影響することを考慮すると、最適な金融政策は、「将来景気が好転してもすぐには金融引き締めには転じず、高インフレを容認する」と宣言するフォワードガイダンスであると提言されている。量的緩和については、マネタリスト的な直接的な効果は否定されているものの、コミットメントの補完要素として機能する可能性はあるとされている。ゼロ金利制約に抵触した中央銀行にとって、フォワードガイダンスは金融緩和の新たな基軸となった（図表3）。

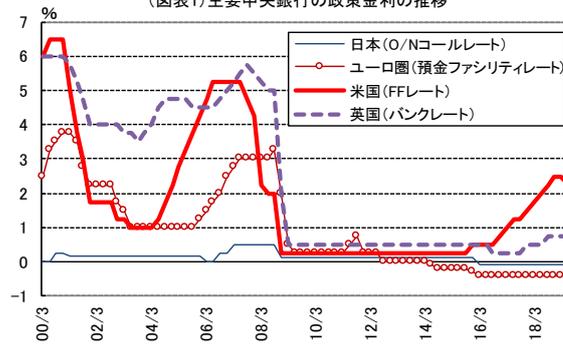
非伝統的金融政策の限界と財政政策への期待

（図表3）主要中央銀行によるフォワードガイダンスの例

中央銀行	発表時期	内容
日本銀行	1999年2月	ゼロ金利政策を「『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで』継続」
	2001年3月	量的緩和を「消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで継続」
	2018年7月	「当分の間」、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持
	2019年4月	「当分の間、少なくとも2020年春頃まで」、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持
FRB	2018年7月	当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している
	2019年4月	当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している
	2008年12月	FFレートを「しばらくの間」異例の低水準ですえ置く
	2009年3月	FFレートを「長期にわたり」異例の低水準ですえ置く
	2011年8月	FFレートを「少なくとも2013年年央まで」異例の低水準ですえ置く
	2012年1月	FFレートを「少なくとも2013年年央まで」異例の低水準ですえ置く
	2012年9月	FFレートを「少なくとも2015年年央まで」異例の低水準ですえ置く
	2012年12月	FFレートを「失業率が6.5%以上であり、物価見通しが2.5%を上回らず、③長期の予想物価上昇率がアンカーされているかぎり」、異例の低水準ですえ置く
ECB	2013年7月	主要政策金利を「長期にわたり」現状またはより低い水準とする
	2018年6月	主要政策金利を「少なくとも2019年夏まで」すえ置く
	2019年3月	主要政策金利を「少なくとも2019年末まで」すえ置く
	2019年6月	主要政策金利を「少なくとも2020年前半まで」すえ置く
BOE	2013年8月	「失業率が閾値の7%まで低下するまで」利上げを実施しない

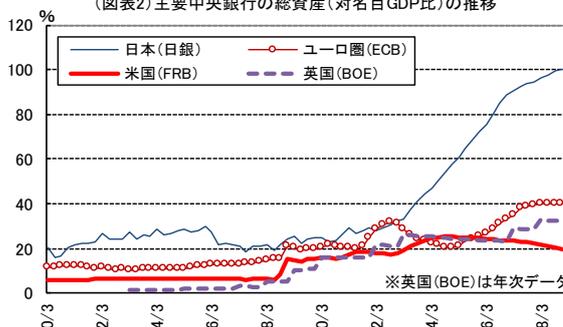
（出所）各中央銀行

（図表1）主要中央銀行の政策金利の推移



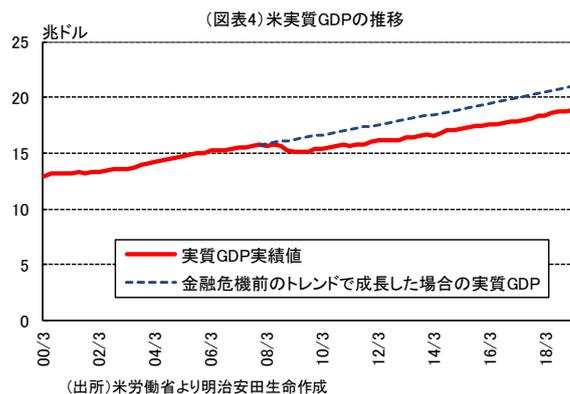
（出所）各国中央銀行より明治安田生命作成

（図表2）主要中央銀行の総資産（対名目GDP比）の推移



（出所）各国中央銀行、統計局より明治安田生命作成

もっとも、こうした非伝統的金融政策の効果については、実証の分野からは評価が分かれるところである。懐疑的な見方の根拠として頻繁に持ち出されるデータに、金融危機後の米国の実質 GDP 規模が、危機前のトレンドから示唆される水準を依然として下回っているというものがある（図表 4）。



こうした状況を受け、2010年代後半には、非伝統的金融政策の効果を疑問視する見方が優勢となった。量的緩和はおろか、Eggertsson and Woodford (2003)で高く評価されていたフォワードガイダンスについても、ニューヨーク連銀のデルネグロらによる論文 Del Negro et al. (2015)で“Forward Guidance Puzzle (フォワードガイダンスの謎)”と称されたように、モデル上で政策効果が過大評価されているのではないかとの疑問が高まっている。これは、フォワードガイダンスが効果を持つ前提条件が、将来的に景気は好転し、約束する金利水準が実体経済見合いで緩和的となり、かつその効果を制限なく前借りできることとなっているためであり、この点について、McKey et al. (2015)では、家計の借入制約により、将来の緩和効果の前借りが制限されるもとでは、政策の効果が限定的となると指摘されている。また、詳しくは後述するが、ほかならぬエガートソンも Eggertsson et al. (2017)において、経済が長期停滞状態に陥り、ただ単に時が経てば均衡実質金利が上昇して、金融政策が機能する（金利のすえ置きが緩和的となる）ような状況に回帰する、という前提が成り立たないなかでは、フォワードガイダンスの効果が限定的と論じるなど、現在では、フォワードガイダンスも万能ではないというのがコンセンサスである。

加えて、非伝統的金融政策が格差を増大したとの指摘もある。株価や債券価格などの資産価格を直接的に押し上げる量的緩和は、株式等金融資産の保有比率の高い高所得家計を潤す、との指摘は多くの政治家や活動家が述べている。ニューケインジアン文脈においても、西マドリッド・カルロス三世大学のドラド教授による Dolado et al. (2018)では、金融市場の不完全性、労働者の異質性（高スキル労働者と低スキル労働者の2種類の労働者の存在）を考慮したモデルにより、金融緩和がスキルプレミアム（高スキル労働者の賃金と低スキル労働者の賃金格差）を拡大させることを明らかにした。バーナンキ前FRB議長は「格差拡大に対しては再配分政策で対処すべきであり、中央銀行が目標にすべきではない」と一蹴しているが、少なくとも親・金融市場的な金融緩和が格差拡大の一端を担ってきた可能性は高い。

こうした状況となると、景気安定化政策としては、効果が不明瞭な金融政策ではなく、財政政策が自然と注目される。ニューケインジアン文脈の枠組みでも、ゼロ金利下では財政乗数が大きくなるという主張は金融危機直後の2009, 2010年ごろからなされていたのだが、Correia et al. (2013)は、一時的な付加価値税の減税は将来の増税期待の醸成を通じ期待インフレ率を押し上げ、実質金利を引き下げる効果があることに着目し、ゼロ金利制約により金融政策が機能不全に陥った場合、裁量的に付加価値税を操作する（コレイアらは「非伝統的財政政策」と呼称）ことを提唱した。英国が金融危機後に実施した一時的な付加価値税減税や、スペインの住宅減税などがこうした政策の実例として挙げられている。また、Hagedorn et al. (2019)では、財政出動は、増税よりも政府債務の拡大により実施される場合に効果が大きく、またゼロ金利制約下でも効果を持つと結論付けられて

いる。減税に重きを置くか、国債発行による財政出動に重きを置くかの違いはあるものの、財政政策の効果を指摘する論文が複数出ており、また政策側を見ても、足元で米国では追加減税が検討され、欧州でも財政出動への機運が高まるなど、論壇と政策サイドで歩調が合っていると云える。

「長期停滞論」のニューケインジアンモデル化

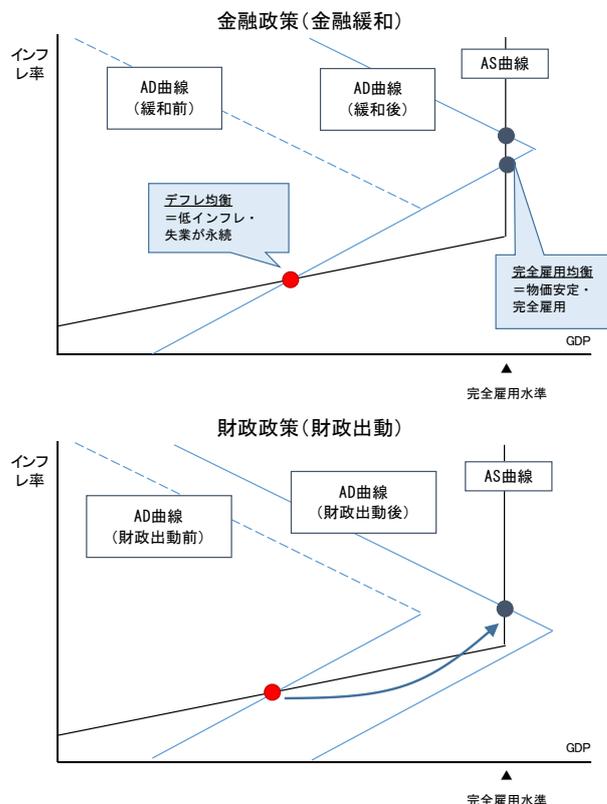
2013年のIMF年次総会において、ハーバード大学のサマーズ教授が、米国経済は長期停滞に陥った可能性があるとして述べて以来、長期停滞論は実務界・学界両面で大きな話題となっている。筆者も最近、長期停滞と無縁に思える南米新興国の中央銀行エコノミストから長期停滞論に関する質問を受けるなど、議論の世界的な高まりを感じるところである。

長期停滞論をニューケインジアンモデルの枠組みでモデル化した論文が前述の Eggertsson et al. (2017) である。この論文で用いられているモデルはそれほど数学的に難解なものではなく、現代マクロ経済学で頻繁に用いられる重複世代モデルをベースに、名目賃金の下方硬直性と、名目金利のゼロ下限が加えられている。名目金利のゼロ下限の存在により、インフレ率が一定以下の状況では、中央銀行はそれ以上金融緩和をすることができず、物価下落と失業の増加が同時に発生する状況となるため、総需要曲線は右上がりとなる。こうして発生する”kink”（急カーブ）した総需要曲線と総供給曲線の交点（=均衡）では、低インフレ・高い失業率が実現してしまう（図表5）。この低インフレ・高失業の「長期停滞均衡」を抜け出すためには金融政策ではなく財政政策が有効であるとされる（金融政策では、「長期停滞均衡」を除くことができず、複数均衡が発生）。米国のデータによるカリブレーションを踏まえた結論は、①人口動態の変化や生産性の伸び鈍化により、低い均衡実質金利とデフレが定常状態として発生（=長期停滞均衡）、②長期停滞均衡は永続的、③長期停滞均衡を打開するための政策は、継続的な政府債務の積み上げ、生産性の改善、出生率の引き上げの3点、というものである。この結論は、均衡実質金利がいずれ「自然と」プラスに回帰することが前提とされている Eggertsson and Woodford (2003) とは対照的であり、ここでも財政政策の効果が期待されている。

理論と実践が同時進行で進む

このように、現代マクロ経済学分野では、金融政策の有効性や長期停滞論、格差問題といったさまざまな現実の問題に対し、モデル化への取組みと政策の実践が同時並行で進んできた。ただ、残念ながらその際に取り上げられる事象の多くは米国の政策課題である。この点、日銀の長きにわたるゼロ金利政策の経験や、平成の時代を通じて積みあがった政府債務も、いまだにインフレに結びついていないといった日本の経験が広く理解されているとは言い難い。低成長・低インフレ・低金利など、世界的な「日本化」現象が叫ばれるなか、日本人には従前にも増して情報発信の要請が

(図表5) ゼロ金利制約によりkinkした総需要曲線(AD)下での均衡点と財政・金融政策の効果



(出所) Eggertsson, et al. (2017)より明治安田生命作成

高まっているのかもしれない。（担当：山口）

参考文献

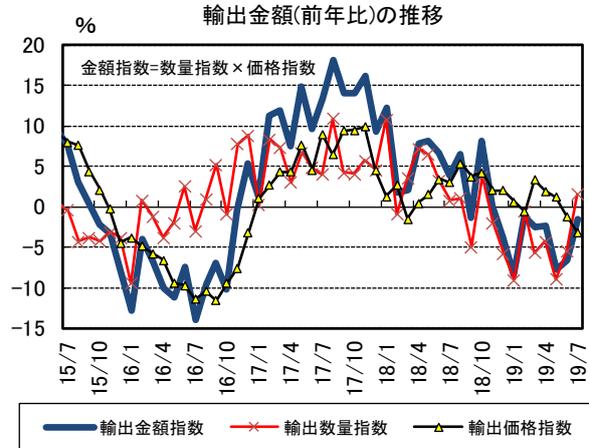
- Isabel Correia, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini, and Pedro Teles. Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound, *American Economic Review*, 2013
- Gauti Eggertsson, Neil Mehrotra, and Jacob Robbins. A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation, *NBER Working Paper*, 2017
- Gauti Eggertsson and Michel Woodford. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 2003
- Marco Del Negro, Marc Giannoni, and Christina Patterson. The Forward Guidance Puzzle, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, 2015
- Juan Dolado, Gergo Motyovszki, and Evi Pappa. *Monetary policy and inequality under labor market frictions and capital-skill complementarity*, CEPR Discussion Paper, 2018
- Marcus Hagedorn, Iourii Manovskii, and Kurt Mitman. The Fiscal Multiplier, *NBER Working Paper*, 2019
- Alisdair McKay, Emi Nakamura, and Jon Steinsson. The Power of Forward Guidance Revisited, *NBER Working Paper*, 2015

主要経済指標レビュー (8/19~9/6)

《日本》

○ 7月貿易統計 (8月19日)

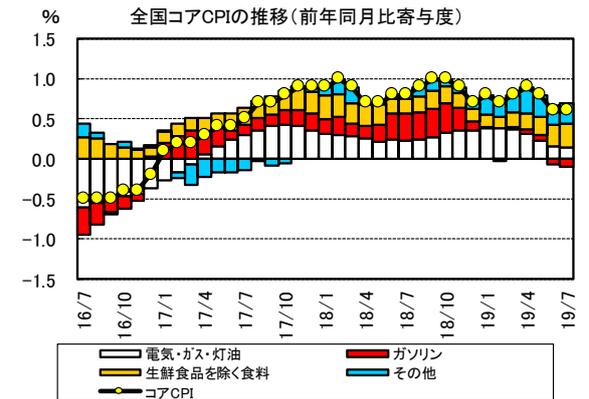
7月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比+1.5%と9ヵ月ぶりのプラスとなった。米国向けが同+10.1%と二桁の伸びとなった影響が大きい。一方で、半導体市況の低迷を背景としたアジア向けの不振が全体の足を引っ張っている。今後も米中貿易摩擦の行方がカギとなる。経済モデルでは、対中、対米関税を25%まで引き上げた場合、日本の輸出には2019年で▲0.3%、2020年には▲1.2%の下押し圧力がかかる。ただ、貿易摩擦の一段の激化が避けられることを前提とした場合、年明け以降、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善に加え、底堅い米景気に支えられる形で、輸出は緩やかな持ち直しへ向かうとみる。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 7月全国消費者物価指数 (8月23日)

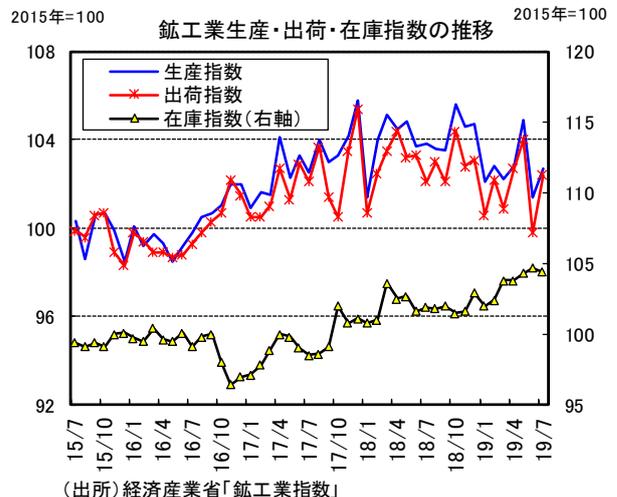
7月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.6%と、伸び幅は6月から変わらず、物価の基調は引き続き弱いままであることが示された。今後についても景気の勢いが鈍っていることから、物価は引き続き弱めの推移が続く可能性が高い。足元の円高の影響が顕在化するほか、大手キャリアが発表している携帯電話料金の引き下げや、10月の教育費無償化による下押しもあり、消費増税を踏まえても物価の上昇は限定的になるとみている。コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.8%(除く消費増税の影響:+0.5%)、2020年度通年では同+1.0%(同+0.5%)と予想している。



(出所)総務省「消費者物価指数」

○ 7月鉱工業生産指数 (8月30日)

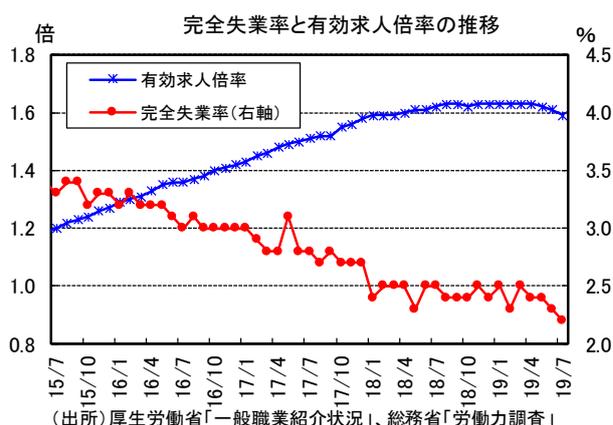
7月の鉱工業生産指数(季調済)は前月の反動もあって前月比+1.3%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。製造工業予測指数を見ると、一進一退の見通しとなっている。今後については、景気対策の効果で、年明け以降中国景気の回復の足取りが徐々にしっかりしてくるとみていること、米国経済も予防的利下げなどを背景に底堅い推移が予想されることから、鉱工業生産は均せば緩やかな回復基調で推移するとみている。懸念材料は米中貿易摩擦の動向。対中関税第4弾が表明されて以降、米中貿易摩擦は激化している。短期間で協議が終結する可能性は低く不透明感が熾り続けるとみられることから、引き続き生産の重しとなり続けよう。



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

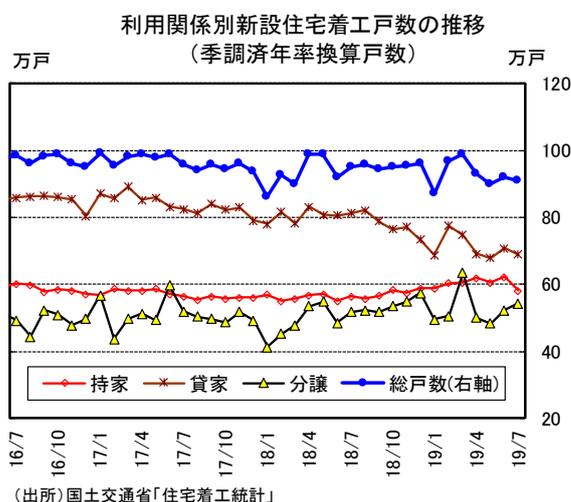
○ 7月雇用関連統計 (8月30日)

7月の完全失業率(季調値)は2.2%と、1992年10月以来の水準にまで下がった。ただし、就業者の内訳をみると、正規の職員・従業員が前月から+4万人の増加なのに対し、非正規の職員・従業員は同+71万人と、非正規に大きく偏っており、手放しで喜べる結果ではない。また、7月の有効求人倍率(季調値)は1.59倍で、2009年8月以来の3ヵ月連続の低下となった。今年に入ってからの求人数は、7カ月中6ヵ月で前月比マイナスとなっており、企業の旺盛な求人意欲に陰りが見える。総じて、7月の雇用関連統計からは、足元の労働需給はひっ迫が続いているものの、先行きは軟化の兆しが出てきている様子が示される結果となった。



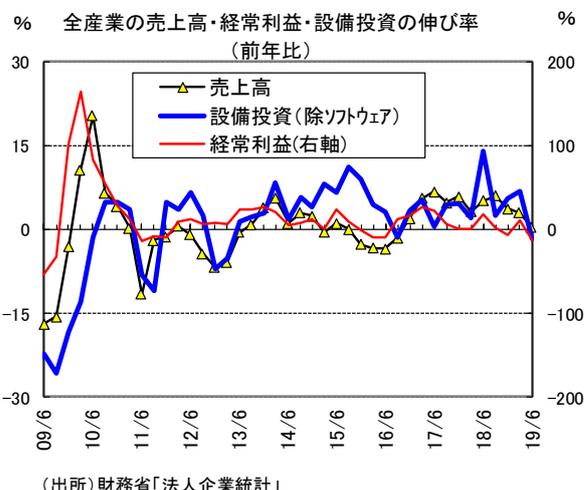
○ 7月新設住宅着工戸数 (8月30日)

7月の新設住宅着工戸数(季調値)は前月比▲1.3%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別では、持家が同▲6.6%、貸家が同▲2.8%とどちらも2ヵ月ぶりのマイナスとなった一方、分譲が同+3.8%と2ヵ月連続のプラスとなった。持家では、注文住宅の経過措置(3月31日までの請負契約完了ならば、消費税率8%適用)による駆け込み需要がいままで押し上げに寄与したが、足元では一巡したとみられる。今後については、マンション価格の高止まり、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスなどが重しとなり、住宅着工は均せば減速傾向の推移となると予想する。



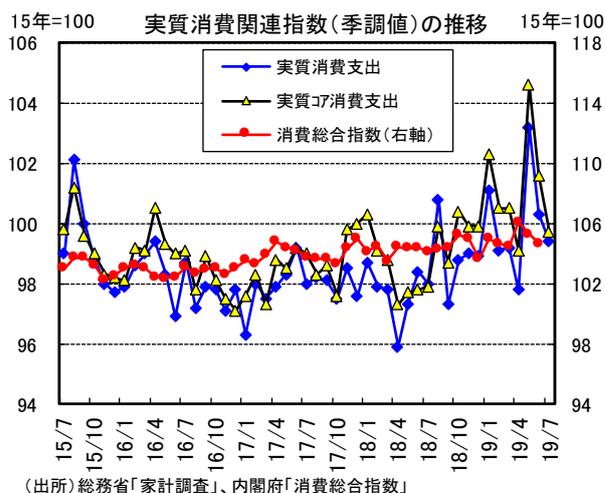
○ 4-6月期法人企業統計 (9月2日)

4-6月期の法人企業統計では、売上が前年比+0.4%と11四半期連続の増収を維持したものの、経常利益は同▲12.0%と2四半期ぶりの減益となった。貿易摩擦や海外景気の減速を受け、製造業のモメンタムには陰りがみられるほか、これまで堅調であった非製造業でも弱い結果となった。今後については、米中貿易摩擦が激化するなか、企業収益は伸び悩むとみられる。設備投資(金融・保険業を除く全産業ベース、土地・ソフトウェアを除く)は11四半期ぶりのマイナスとなった。今後の設備投資は、海外情勢の不透明感が下押し要因になるものの、合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、底堅い推移が続くとみている。



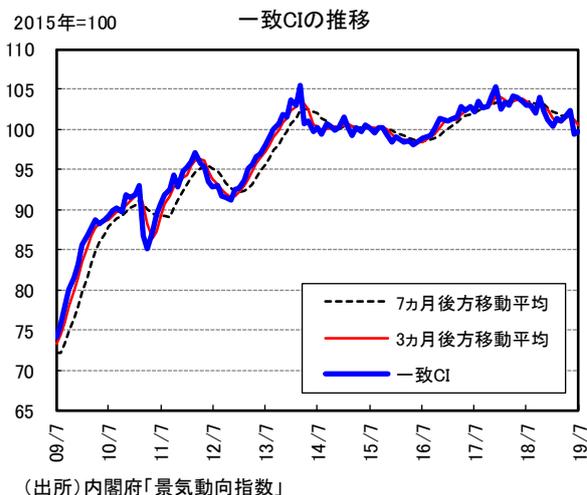
○ 7月家計調査 (9月6日)

7月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出(季調値)は実質ベースで前月比▲0.9%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。梅雨明けの遅れ等の悪天候が影響したとみられる。費目別内訳のわかる前年比ベースでは、家具・家事用品、光熱・水道の減少が目立った。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比+0.9%と2ヵ月連続のプラス、実質消費支出も同+3.0%と3ヵ月連続のプラス、平均消費性向は71.5%(季調値)となった。個人消費は、消費増税による悪影響が懸念されるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給の逼迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き均せば緩やかな伸びを維持すると予想する。



○ 7月景気動向指数 (9月6日)

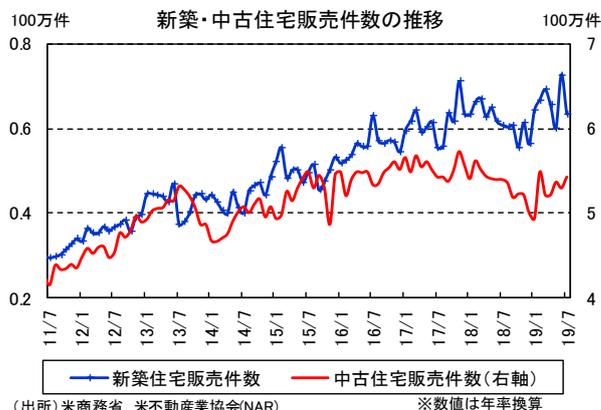
7月の景気動向指数では、一致CIが99.8(前月差+0.3ポイント)と、2ヵ月ぶりに上昇した。内閣府の基調判断は、「下げ止まりを示している」にすえ置かれた。個別系列では、7系列中5系列が押し上げに寄与しており、鉱工業用生産財出荷指数や商業販売額(卸売業)のプラス寄与が大きかった。先行CIは93.6と、前月から横ばいとなった。今後については、底堅い米景気、省力化・省人化投資需要の高まりなどが下支えになるとみているが、海外情勢の不透明感が高まるなか、消費増税も控えており、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



《米 国》

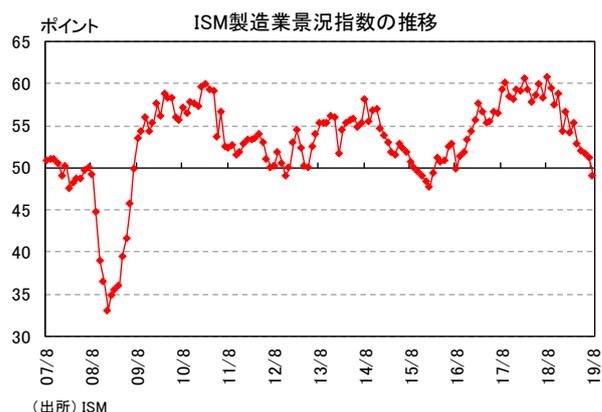
○ 7月住宅販売件数 (8月21, 23日)

7月の中古住宅販売件数は、年率換算で542万戸、前月比+2.5%と2ヵ月ぶりに増加する一方、新築住宅販売件数は、年率換算で63.5万戸、同▲12.8%と2ヵ月ぶりに減少した。新築販売は大幅な減少となったものの、好調だった前月の反動減といった側面があり、年初以降、増加基調が続いている。建設業者の景況感を表す住宅市場指数や6ヵ月以内に住宅を購入とする家計は増加傾向をたどっている。中古住宅では在庫不足に伴う優良物件の減少が、新築住宅では人手不足や魅力度の高い用地不足などの供給制約がネックとなっているものの、住宅ローン金利の低下などを背景に住宅需要は下支えされる可能性が高い。実質GDPベースの住宅投資は4-6月期に6四半期連続でマイナスとなったものの、今後は次第に底入れに向かうと予想する。



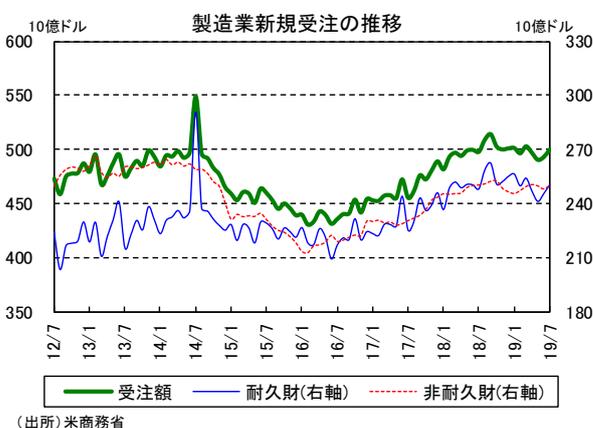
○ 8月ISM製造業景況指数 (9月3日)

8月のISM製造業景況指数は49.1と5ヵ月連続で前月比マイナスとなり、好不調の境目とされる50を2016年8月ぶりに下回った。貿易摩擦等の影響で企業マインドは徐々に萎縮している。もっとも、発表元のISMによれば、今回の数値は実質GDPに換算して前期比年率+1.8%成長に相当するとのことで、米景気は今のところ底堅く推移していると言える。構成項目別に見ると、在庫が上昇する一方、生産や新規受注、リードタイム、雇用が低下した。公表資料で示された回答者のコメントでは、関税によるサプライチェーンや景気への影響を懸念する声や、受注の鈍化、販売の弱さなどを指摘する声が聴かれた。製造業は、世界景気の減速に加えて貿易摩擦の影響などから意図せざる在庫増局面に突入しており、企業マインドは今後も冴えない推移が続こう。



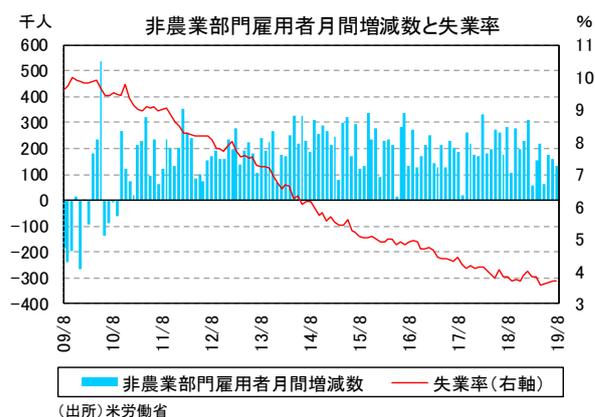
○ 7月製造業新規受注 (9月5日)

7月の製造業新規受注は前月比+1.4%と2ヵ月連続で増加した。変動の激しい輸送機器を除くベースでも同+0.3%と3ヵ月ぶりの増加となった。財別に見ると、振れの激しい航空機受注の大幅増などにより耐久財が同+2.0%と2ヵ月連続で増加したほか、非耐久財が同+0.8%と3ヵ月ぶりにプラスに転じた。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注(除く航空機)は、同+0.2%と小幅ながら3ヵ月連続で増加し、底堅さを示した。ただ、前年比では+0.6%まで増勢が鈍化しており、世界景気の減速や米中貿易摩擦の激化による影響が顕在化してきている。今後も米中貿易摩擦の影響などから増益率の鈍化が見込まれ、非防衛資本財受注(除く航空機)は低調に推移すると予想する。



○ 8月雇用統計 (9月6日)

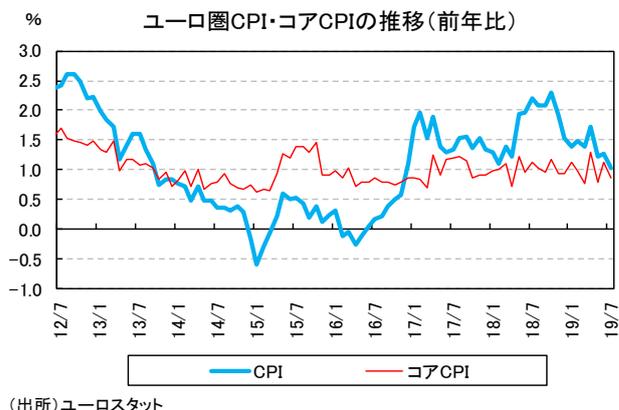
8月の非農業部門雇用者数は前月比+13.0万人と、市場予想の同+16.0万人を下回った。3ヵ月移動平均では同+15.6万人と、2018年平均の同+22.3万人から増勢が鈍化しており、雇用の改善ペースに頭打ち感が広がっている。一方で失業率は3.7%と前月から変わらず歴史的低水準で推移しているほか、時間当たり賃金は前年比+3.2%と3%台の伸びを維持し、賃金の底堅さを示した。週平均労働時間も前月から増加するなど、総じてみれば今月はまちまちの内容。米国発の貿易摩擦による影響などから米景気の回復ペースが緩やかになるなか、企業収益も緩慢な伸びにとどまると見込まれ、雇用・所得環境の改善は頭打ち傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

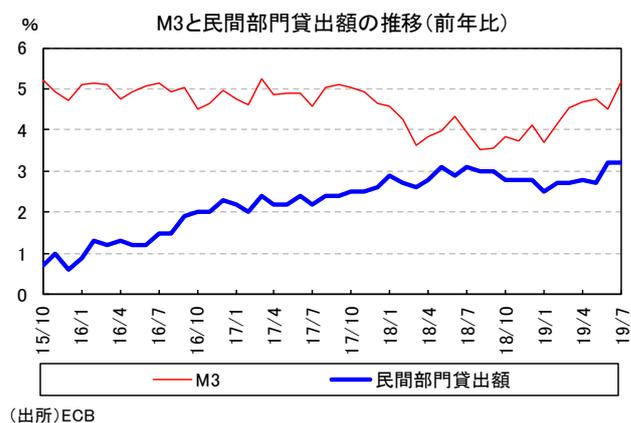
○7月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（8月19日）

7月のユーロ圏CPIは前年比+1.0%と、前月の同+1.3%から伸び幅が縮小した。コアCPIも同+1.1%→+0.9%と伸び幅が縮小。主要国別では、スペイン（同+0.6%→+0.6%）は、同じ伸び幅となったものの、ドイツ（同+1.5%→+1.1%）、フランス（同+1.4%→+1.3%）、イタリア（同+0.8%→+0.3%）では伸び幅が縮小するなど、多くの国で物価上昇圧力が鈍化している。エネルギー価格下落の影響のほか、ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまるなか、需要が価格を引き上げる力は弱いとみられ、今後も物価はECBの中期的な目標（前年比+2.0%程度）を下回る推移が続くと予想する。



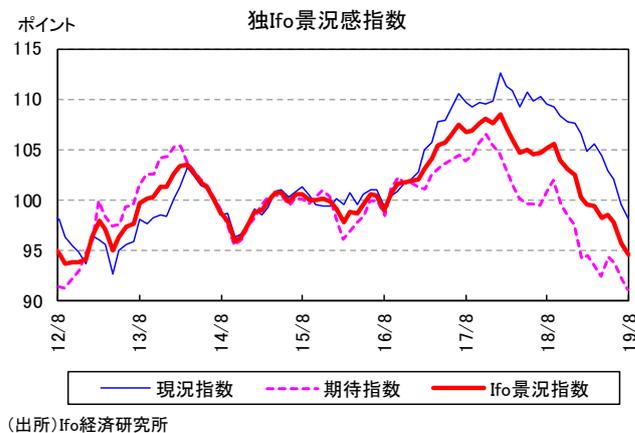
○7月ユーロ圏マネーサプライ（8月28日）

7月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+5.2%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。一方、民間向け貸出額（同+3.2%→+3.2%）は、前月と同じ伸び幅にとどまった。民間向け貸出額の内訳では、家計向け（同+3.2%）、非金融企業向け（同+3.3%）のいずれも前月と同じ伸び幅となっている。7月の理事会で、ECBはフォワードガイダンスを変更し、将来における利下げの可能性を示唆した。足元では、インフレ率も鈍化傾向となっていることから、ECBは年内にも追加緩和策を行ない、金利の階層化とともにマイナス金利を深掘りし、量的緩和策の再開を決定すると予想する。



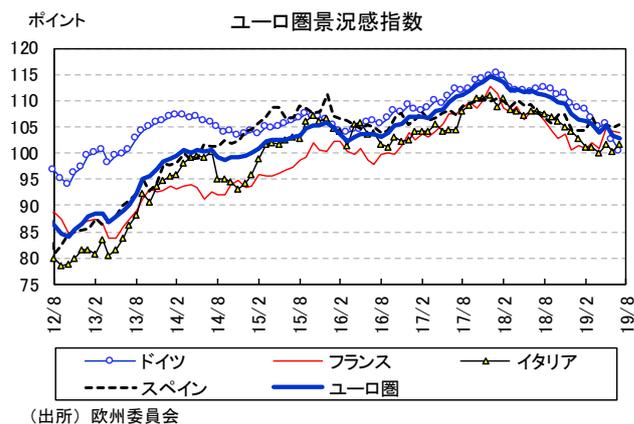
○8月ドイツIfo景況感指数（8月26日）

8月のドイツIfo景況感指数は94.3と、5ヵ月連続で悪化した。内訳では、現況指数は99.6→94.3、期待指数は92.1→91.3と、いずれも悪化した。産業別景況感では、製造業（▲4.3→▲6.1）、サービス業（18.0→13.0）、卸売・小売業（1.4→▲2.4）、建設業（23.1→21.4）と、軒並み悪化している。特に製造業景況感は、2009年以来の低水準まで悪化しており、製造業不況が深刻化している状況が浮き彫りとなった形。米中貿易摩擦は一段と激化しており、外需主導による成長を続けてきたドイツ経済にとり、世界貿易の縮小は成長の足枷になるとみられ、ドイツ景気は減速傾向をたどると予想する。



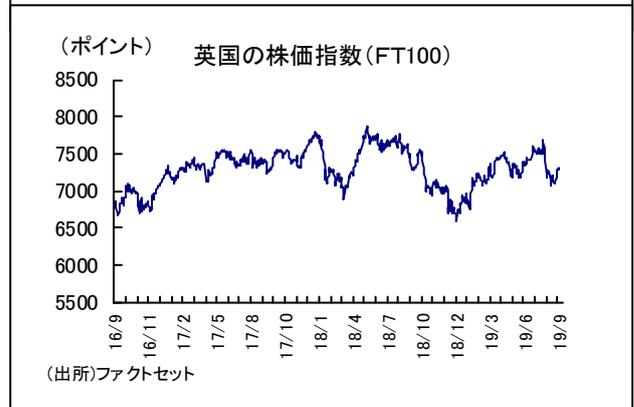
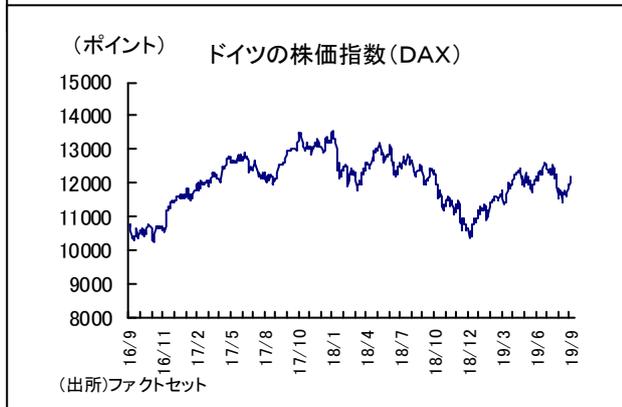
○8月ユーロ圏景況感指数（8月29日）

8月のユーロ圏景況感指数は103.1と、7月(102.7)から3ヵ月ぶりに改善した。構成項目別では、サービス業景況感(10.6→9.3)、消費者信頼感(▲6.6→▲7.1)。建設業景況感(5.0→3.7)が悪化したものの、鉱工業景況感(▲7.3→▲5.9)、小売業景況感(▲0.7→0.5)が改善した。主要国別では、イタリア(101.6→100.7)が悪化したものの、ドイツ(100.2→100.6)、フランス(103.9→104.0)、スペイン(105.4→107.3)が改善した。ユーロ圏の景況感は、英国のEU離脱交渉や米中貿易摩擦などに左右される状況が今後も継続すると予想される。米中貿易摩擦は一段と激化しており、米中貿易の縮小や中国景気の減速を背景に、ユーロ圏景気には当面下押し圧力が加わるとみる。

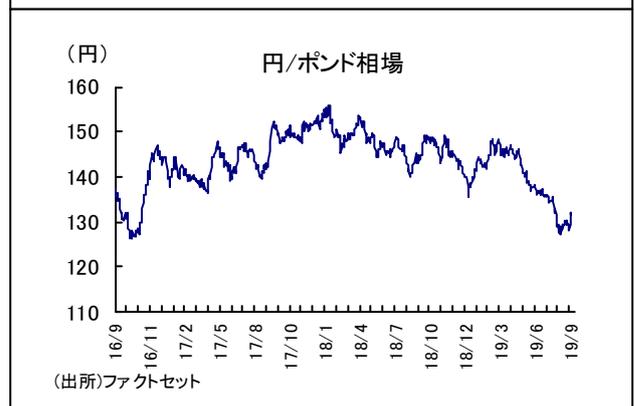
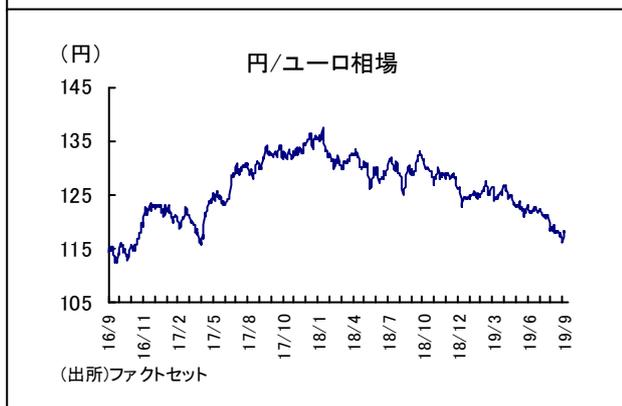
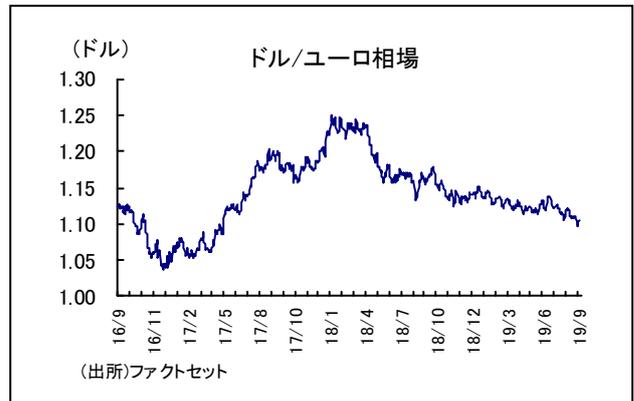
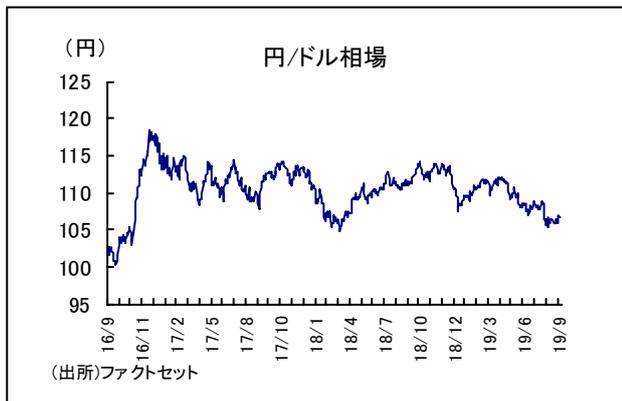


日米欧マーケットの動向 (2019年9月9日現在)

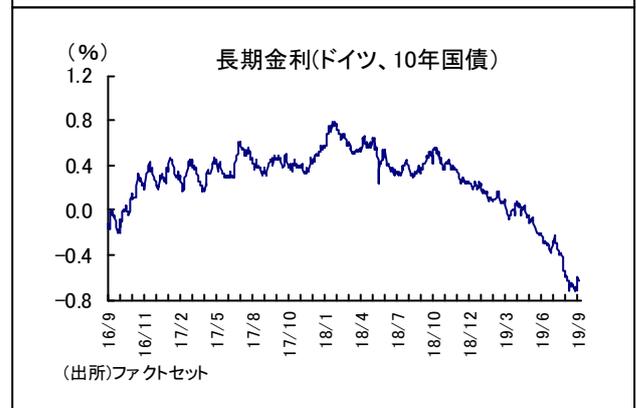
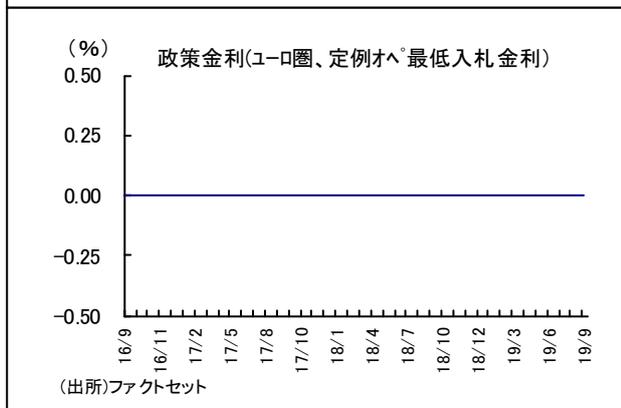
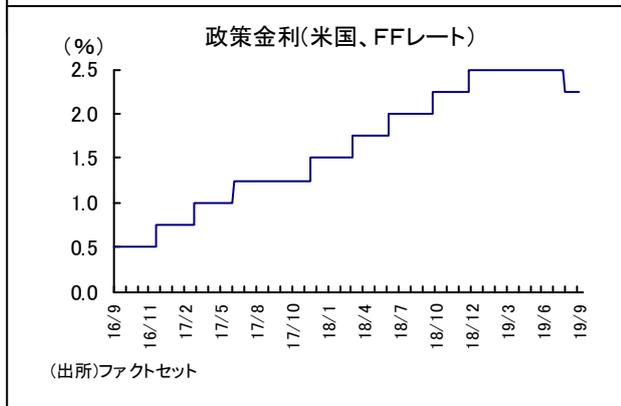
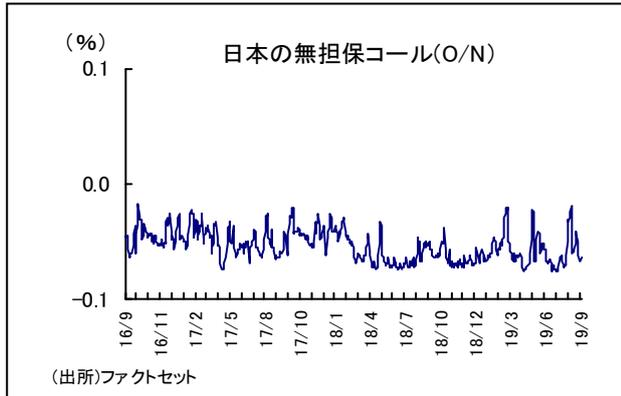
▽各国の株価動向



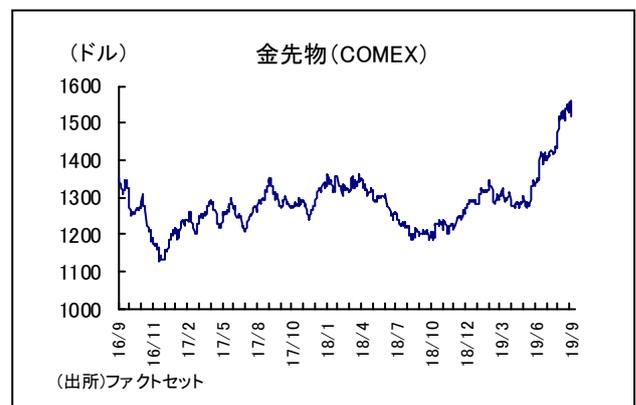
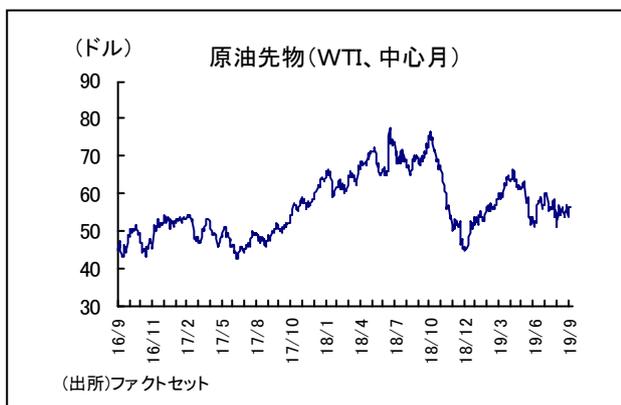
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、大広泰三、山口範大、
西山周作、木下裕太郎