

# 日米金融政策と景気の争点

正常化を展望する日銀と正念場を迎えるFRB

2023年12月6日

愛宕伸康

楽天証券経済研究所

チーフエコノミスト

(東京財団政策研究所 主席研究員)

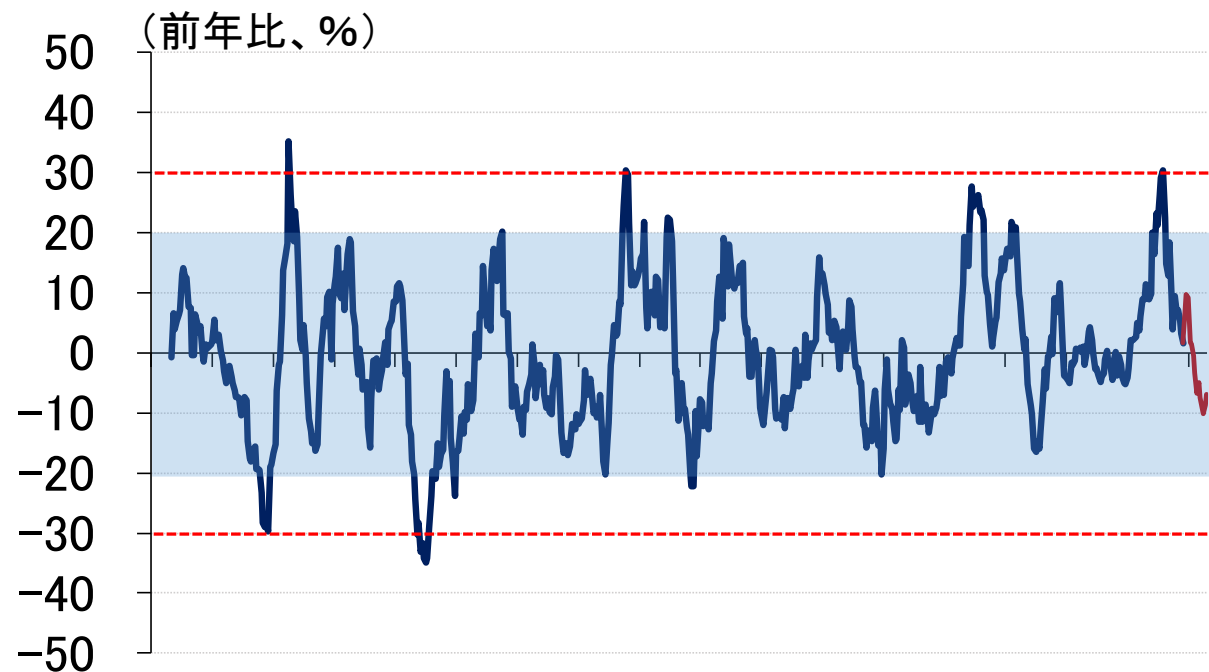


## 来年のドル円相場の決定要因

	日本	米国	米国－日本 (日米金利差)
短期金利 (金融政策)	→	→	↑ (円高) ↑↓
景気と物価 (長期金利)	→	→	↑ (円安) ↓
財政リスク	ヤバい	ヤバい	?
地政学リスク	ヤバい	ヤバい	?

(出所) 楽天証券経済研究所作成

## ドル円相場の前年比



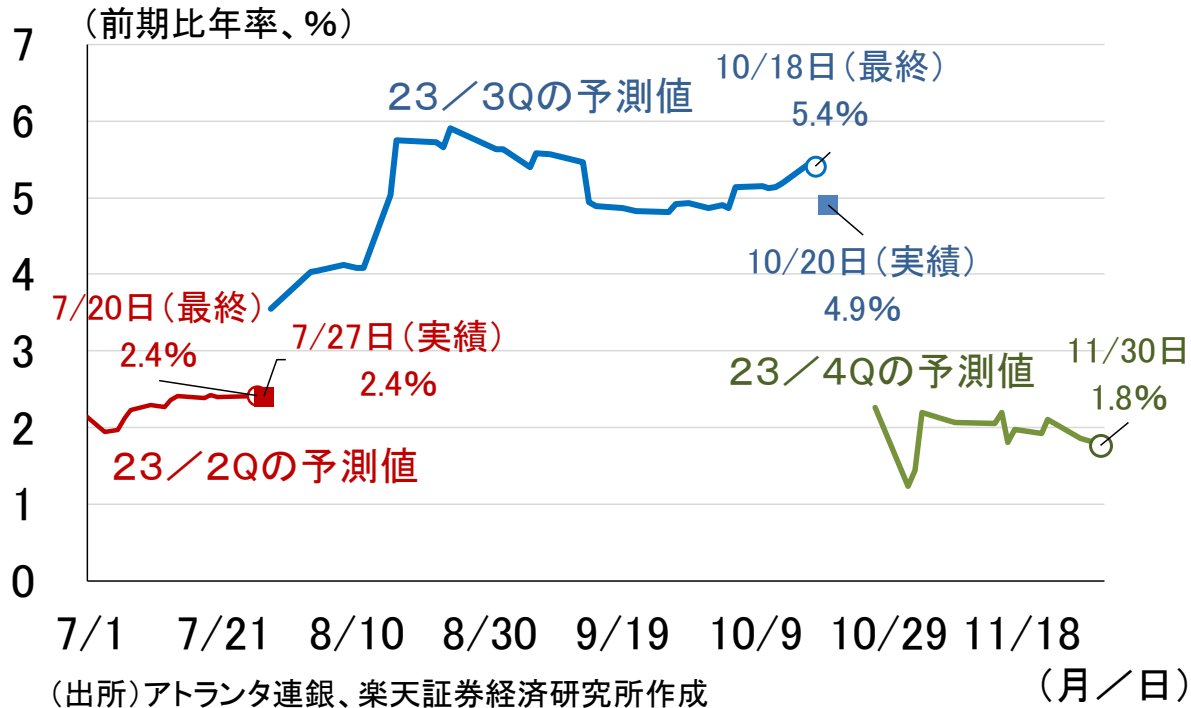
73 76 79 82 85 88 91 94 97 00 03 06 09 12 15 18 21 24 (年)

(注)ドル円相場は東京市場(スポット、17時時点)の月末値。

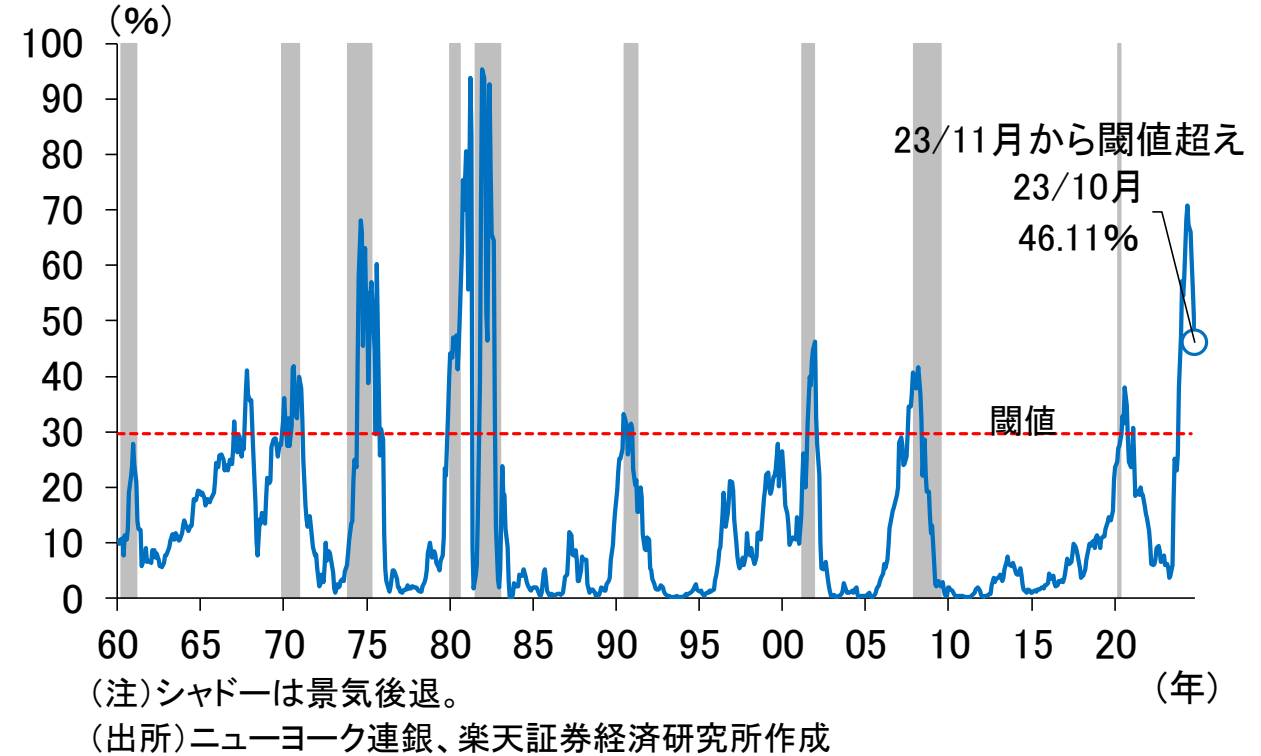
(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成

- ✓ ニューヨーク連銀の景気後退確率は昨年11月から閾値を上回る。
- ✓ アトランタ連銀GDPナウキャストの10~12月期はプラス成長維持。

## アトランタ連銀GDPナウキャスト



## ニューヨーク連銀の景気後退確率

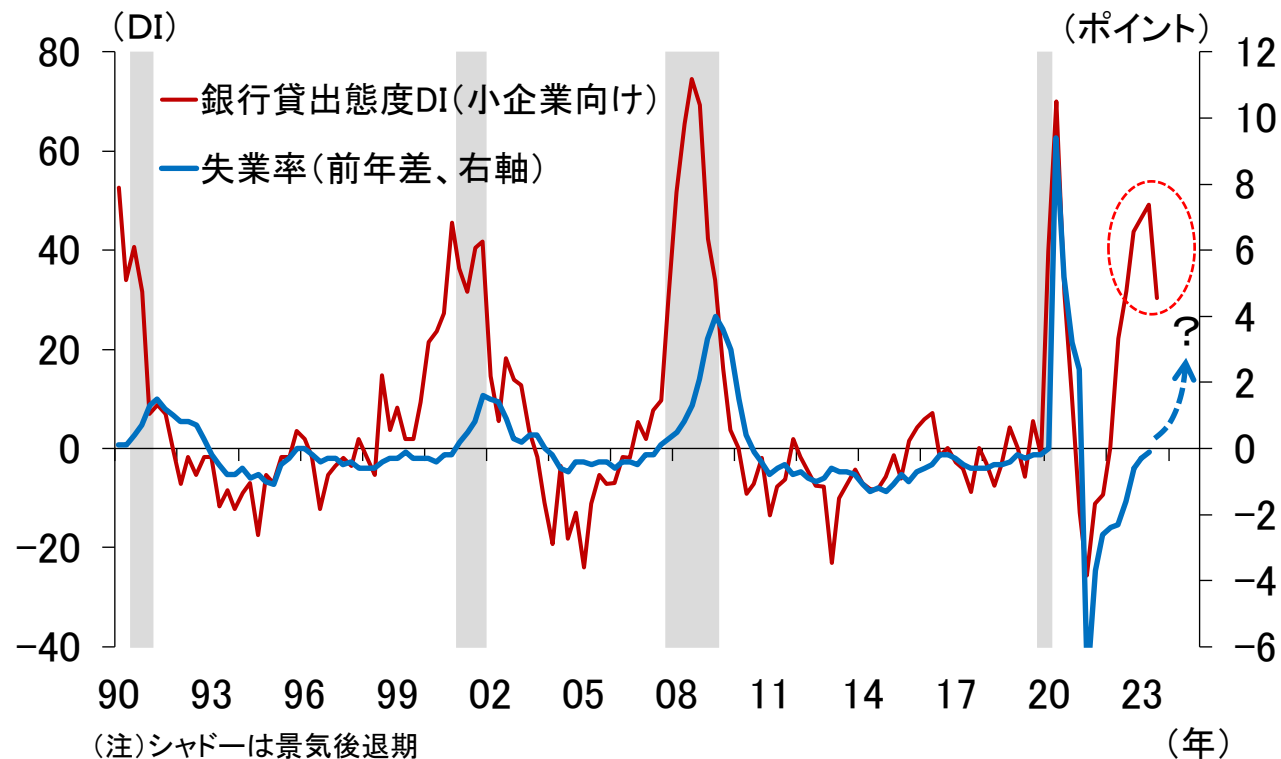


全米経済研究所 (NBER)



- 景気のピークと谷 (月) の決定は、連邦統計機関によって公表される実体経済の月次指標に基づく。
- 我々の決定において、それらをどうウエイト付けるのか、決まったルールはない。ここ数十年で最もウエイトを置いているのは、移転を差し引いた実質個人所得と非農業部門雇用者数である。

銀行貸出タイト化 ⇒ 失業率上昇

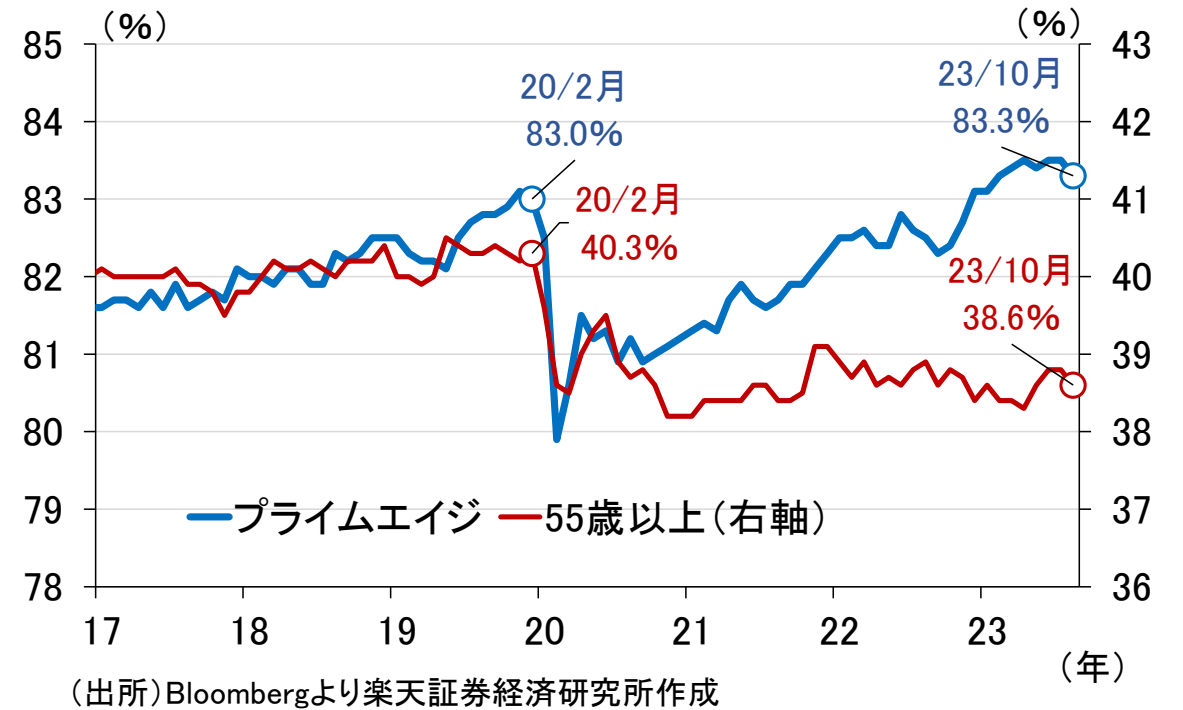


- ✓ 労働参加率(全体)はまだ新型コロナ前を回復していない。
- ✓ プライムエイジ(25~54歳)の労働参加率はすでに新型コロナ前を上回る。

### 労働参加率 (全体)

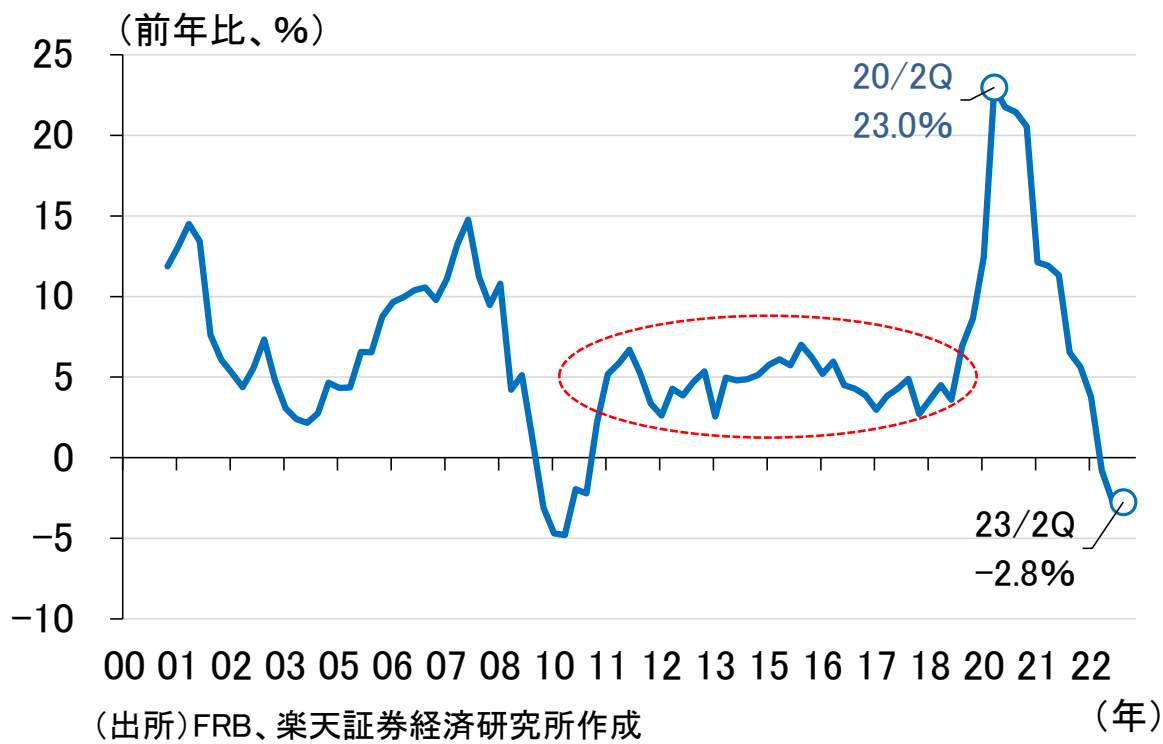


### 労働参加率 (年齢階層別)

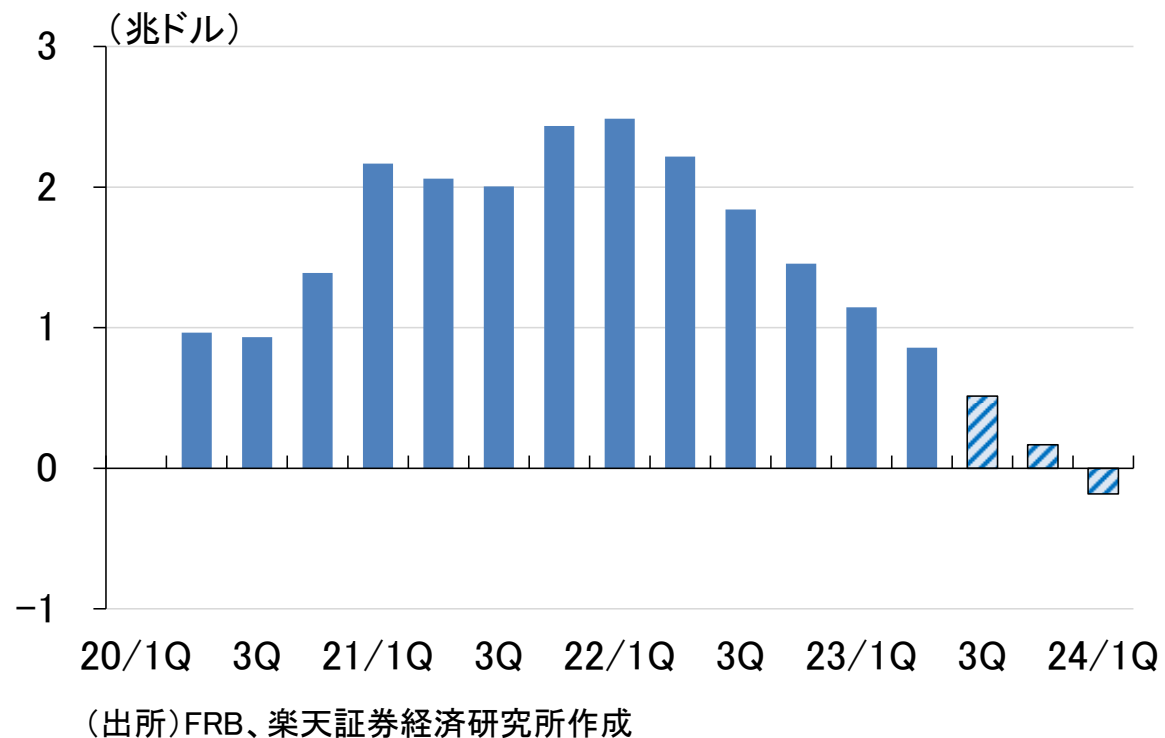


- ✓ 新型コロナ対策で急増した家計の預金残高は23年以降前年割れ。
- ✓ ピーク時2.5兆ドル近くあった「強制貯蓄」は年内で枯渇する見通し。

### 家計の預金残高

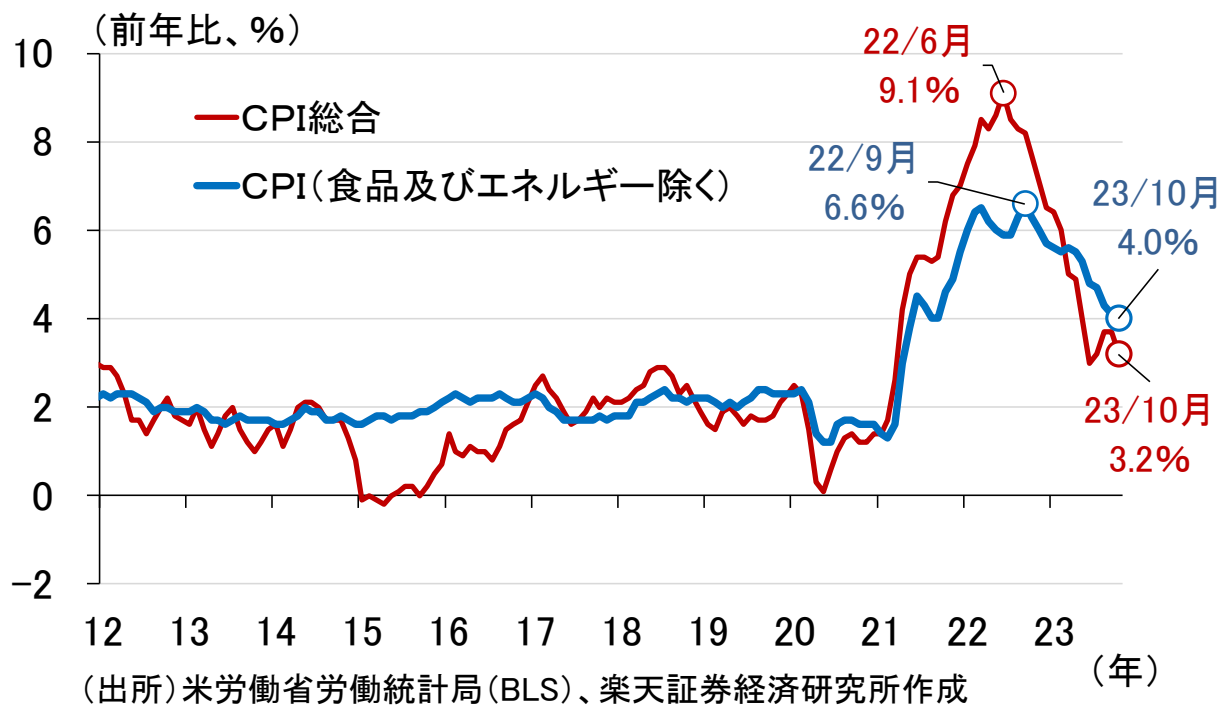


### 強制貯蓄

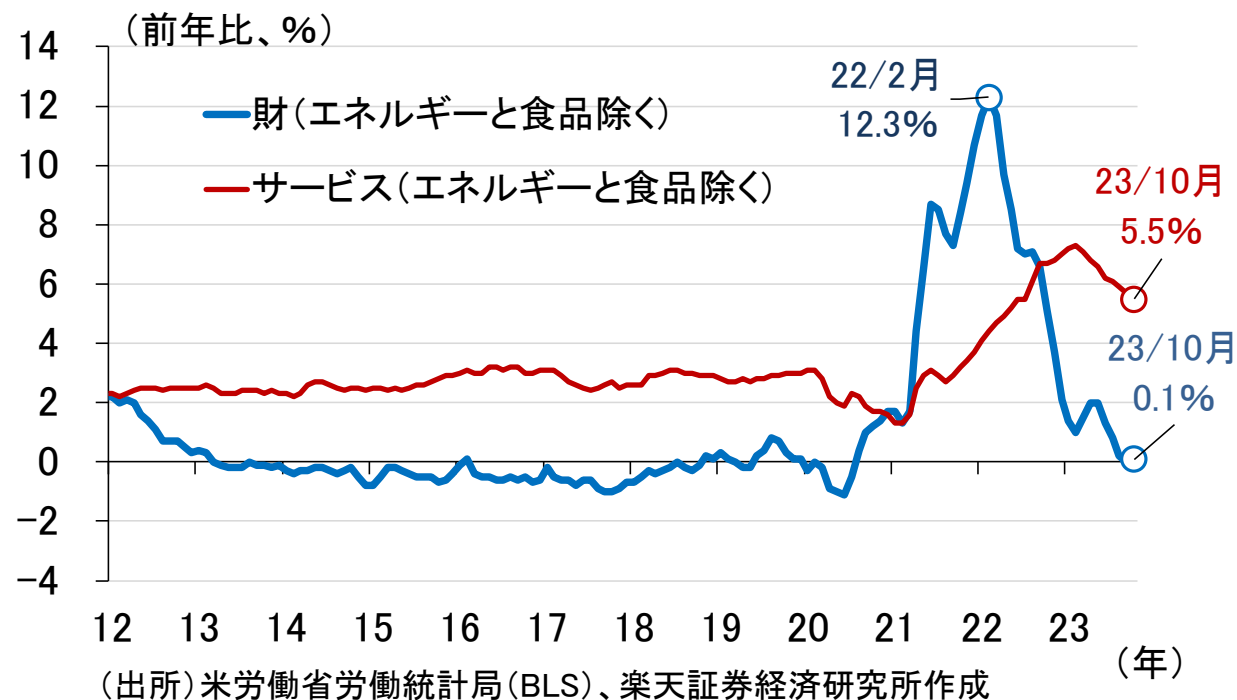


- ✓ ヘッドラインの前年比は3%台までプラス幅を縮小。
- ✓ 「財」価格はゼロ%まで低下。しかし、「サービス」価格は依然5%台の高さ。

## 消費者物価指数



## 消費者物価指数 (財・サービス別)



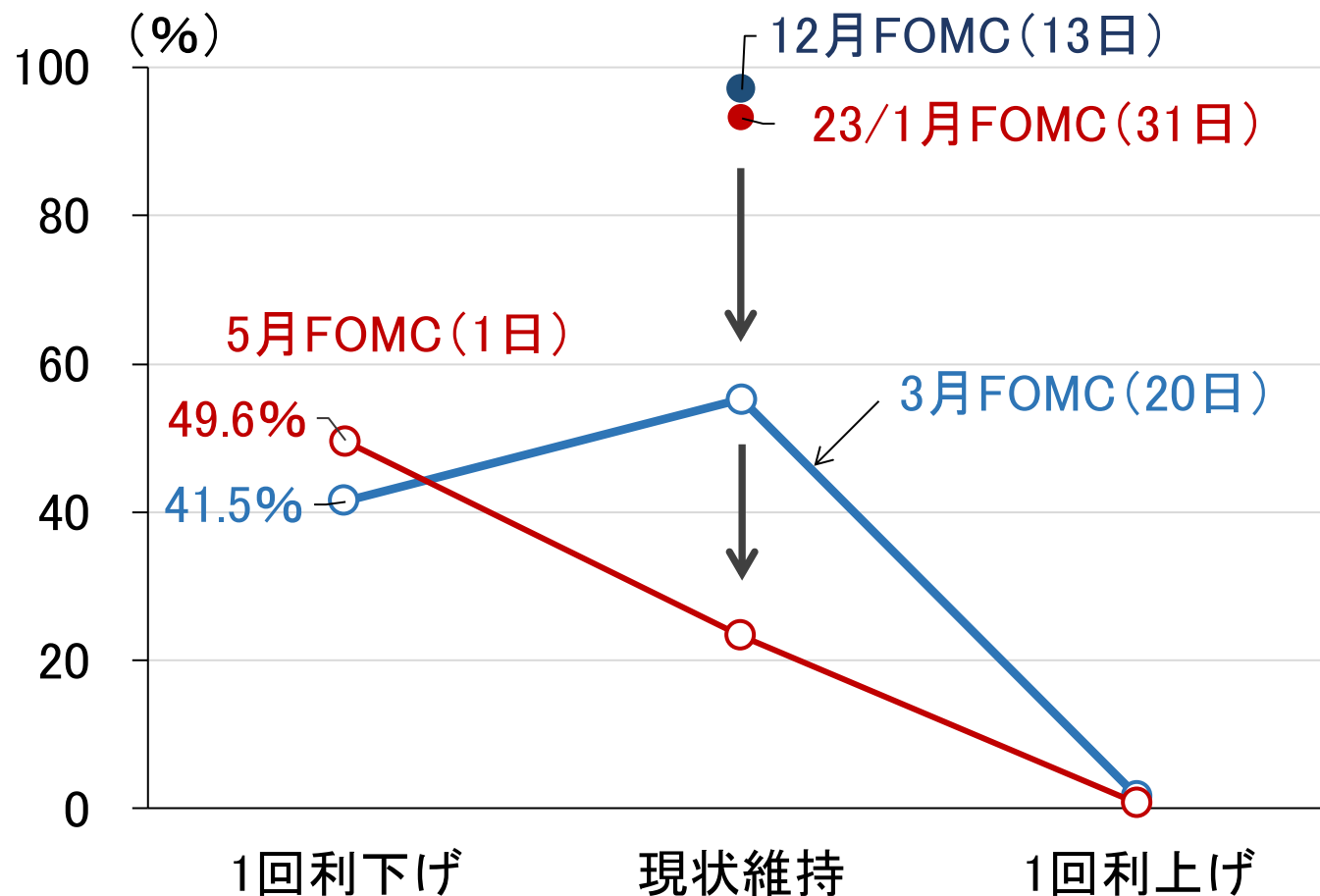
1 2月1日の講演



- これまでの急速な動きを受けて、引き締め不足と引き締め過ぎのリスクがよりバランスしてきており、FOMCは今後慎重に動こうとしている。
- 十分に制約的な引き締めが達成できたと自信持って結論付けたり、いつ緩和に転じるかを推測するのは時期尚早。

(出所)FRB、米スペルマン大学、楽天証券経済研究所作成

Fed ウォッチ

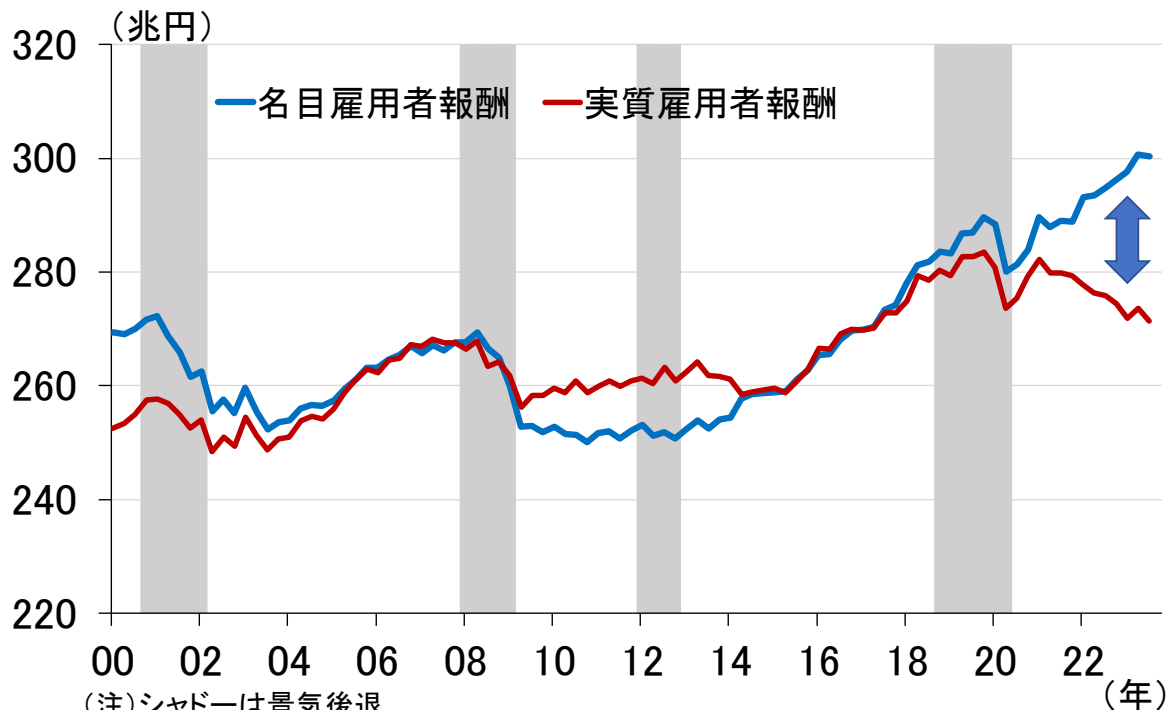


(出所)CME、楽天証券経済研究所作成

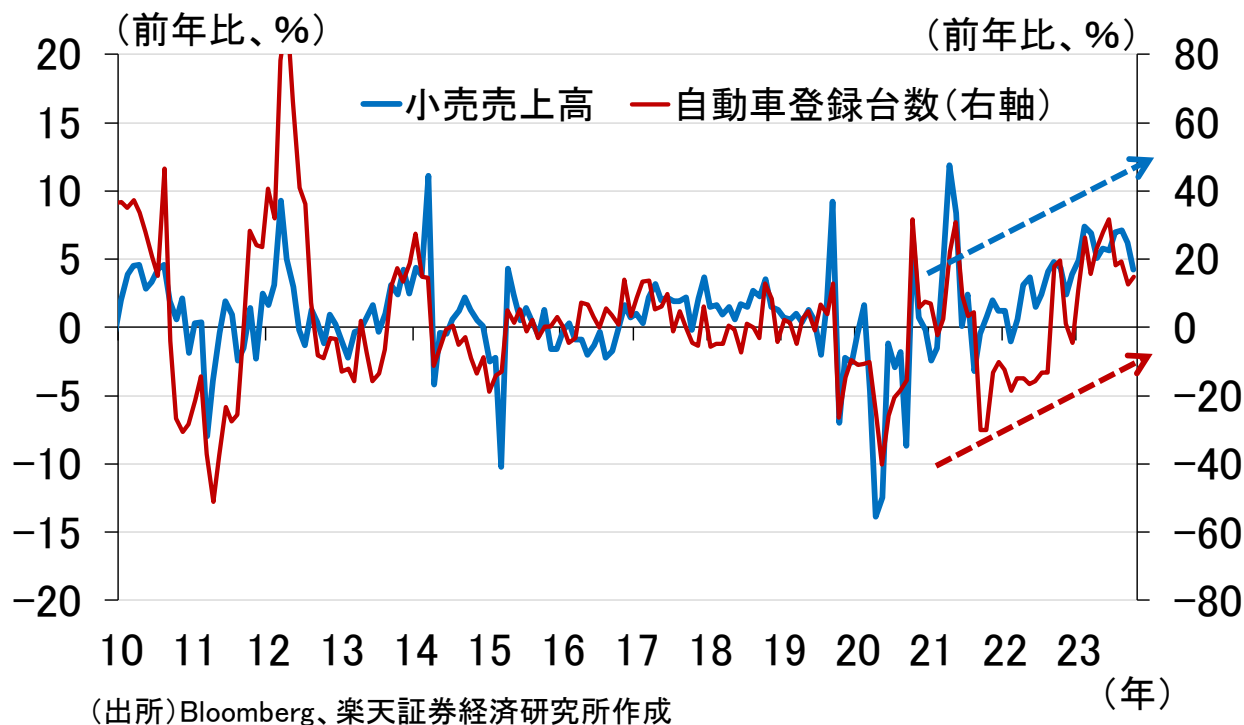


- ✓ 名目雇用者報酬は伸びているが、インフレで実質雇用者報酬は減少。
- ✓ しかし、小売売上高や自動車販売は着実に回復している。

## 雇用者報酬（水準）

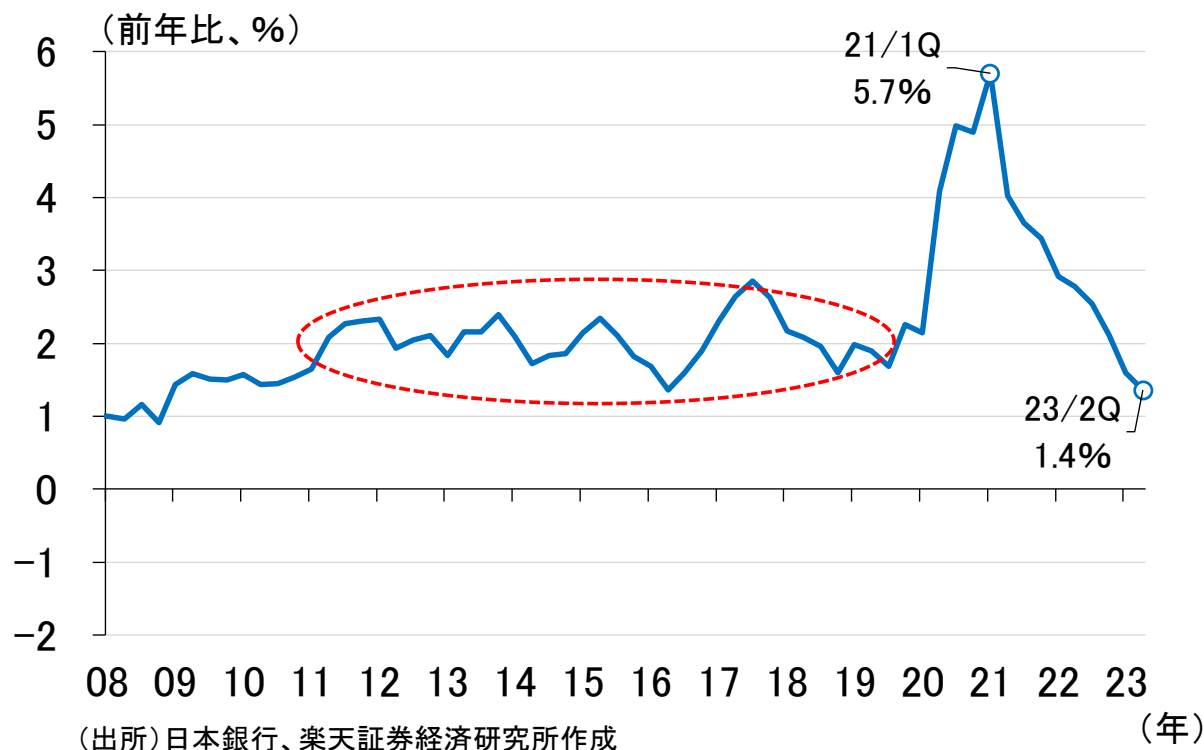


## 小売売上高と自動車販売

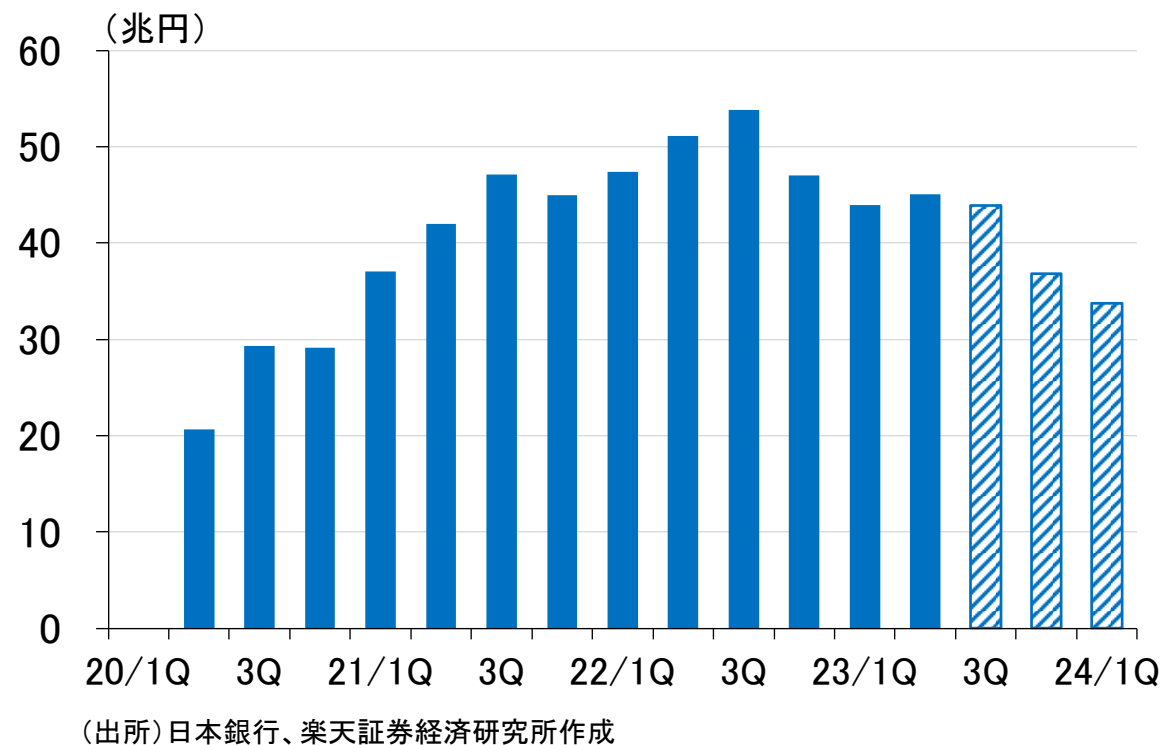


- ✓ 新型コロナ対策で跳ね上がった預金残高の前年比は落ち着きつつある。
- ✓ しかし、残高は引き続き高く、今後も消費の下支えとなる見通し。

### 家計の預金残高

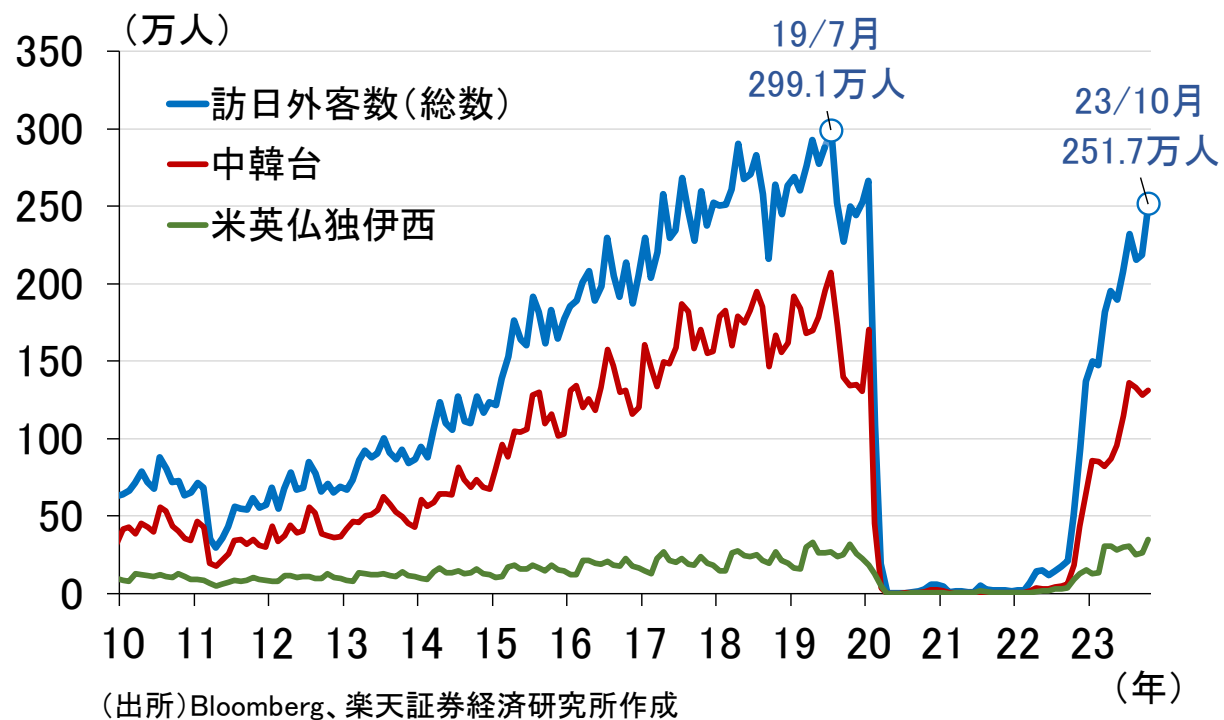


### 強制貯蓄

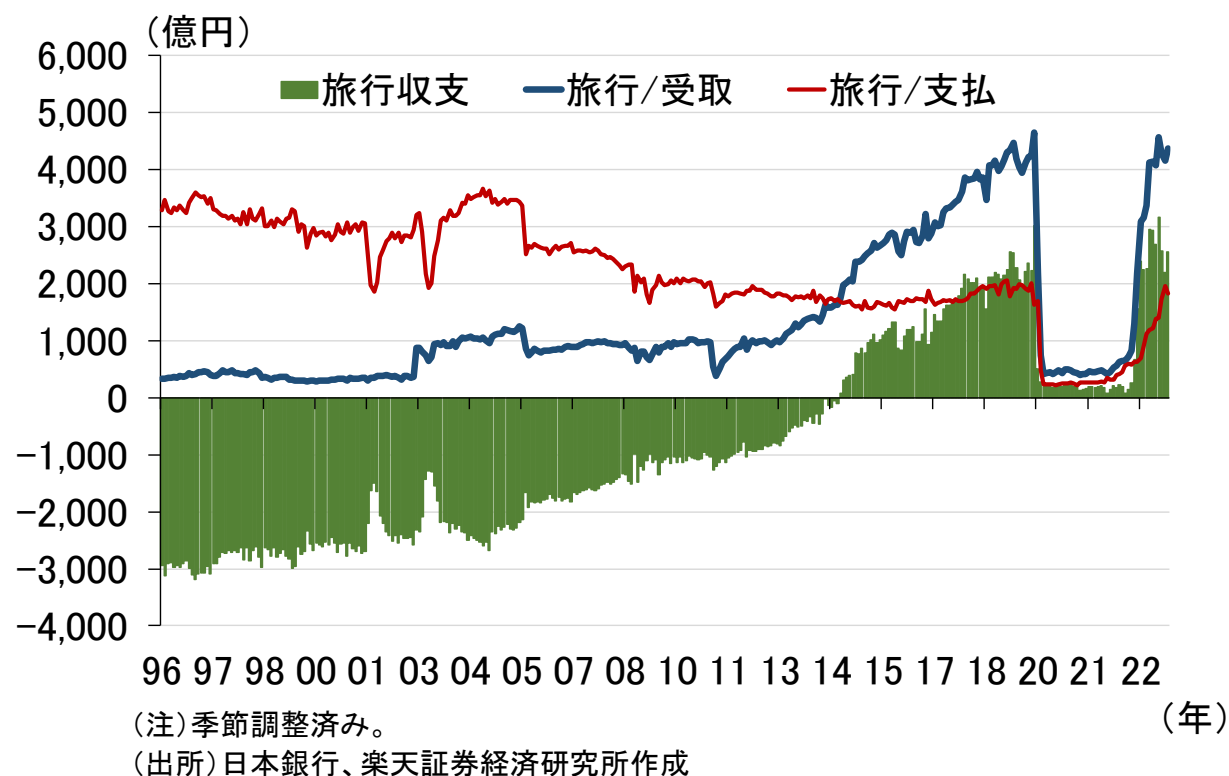


- ✓ 訪日外客数は新型コロナ前のピークにあと少しまで回復。
- ✓ 国際収支統計の旅行収支の受取は新型コロナ前まで回復。

### 訪日外客数



### 旅行収支 (国際収支統計)



## 日本銀行 政策委員会



総裁  
植田和男  
(28年4月8日)



副総裁  
内田眞一  
(28年3月19日)



副総裁  
氷見野良三  
(28年3月19日)



審議委員  
安達誠司  
(25年3月25日)



審議委員  
中村豊明  
(25年6月30日)



審議委員  
野口 旭  
(26年3月31日)



審議委員  
中川順子  
(26年6月29日)



審議委員  
高田 創  
(27年7月23日)



審議委員  
田村直樹  
(27年7月23日)

(注) ( ) 内は任期  
(出所) 日本銀行



## Step 1 イールドカーブコントロール（YCC）の形骸化

- ➡ YCCとは、短期金利をマイナス0.1%、長期金利（10年）をゼロ%に誘導する金融政策運営。
- ➡ 長期金利が市場メカニズムによって決定されるような、ごく当たり前の（正常な）債券市場を復活させる。

## Step 2 マイナス金利解除

- ➡ マイナス金利政策を解除し、普通の金融緩和に移行する。
- ➡ そのためには政府のデフレ脱却宣言が必要。

## 22年9月黒田東彦総裁記者会見

- 8月の債券市場サーベイをみますと、債券市場の機能度判断DIは、前回5月の調査との比較でマイナス幅が拡大しています。・・・日本銀行としては、従来から国債市場の機能度に配慮して様々な手段を講じてきました。・・・債券市場の動向については、引き続き注意深くみていきたいと思っています。

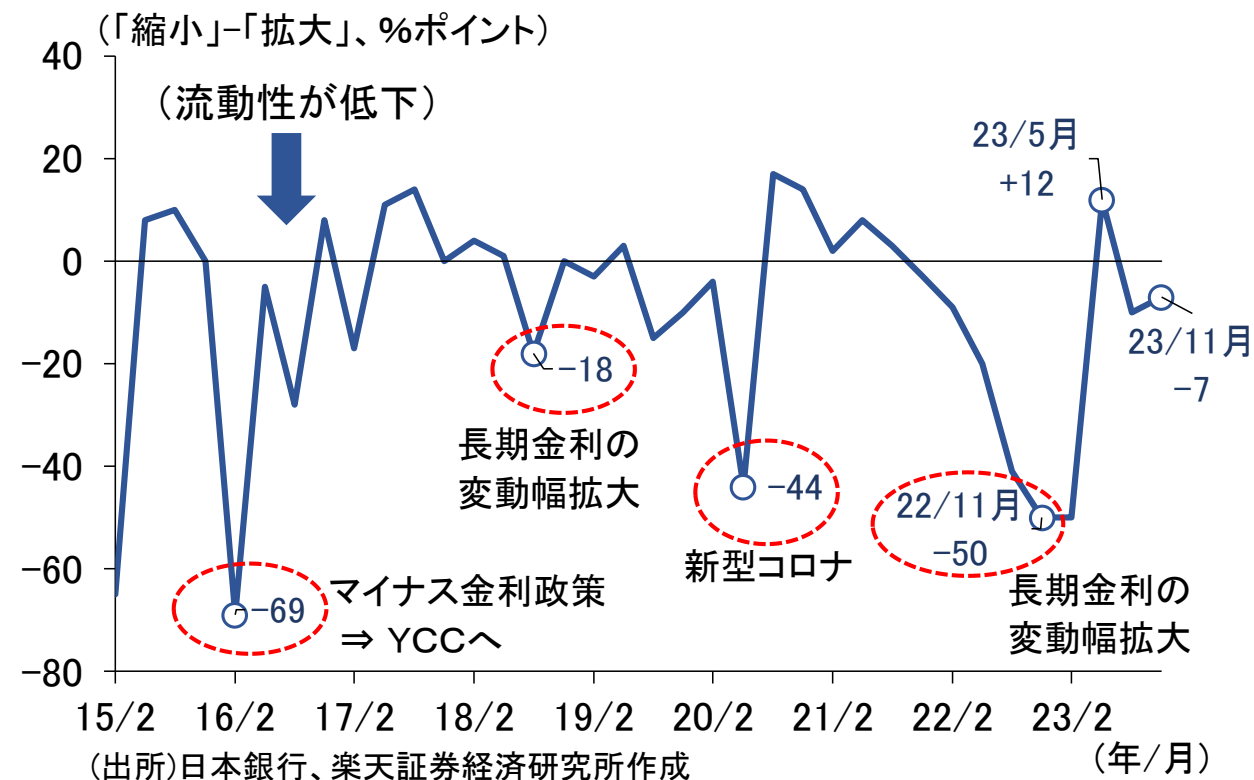
(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成



22年12月、長期金利の変動幅拡大

## 債券市場サーベイ

ビッド・アスク・スプレッドに対する質問  
(3ヶ月前と比べた変化)



### 内田副総裁の7月7日の発言

- (市場機能への副作用について問われ) イールドカーブがスムーズになっているのは事実。ただ、コントロールしている以上、市場機能に影響を与えていることは強く認識している。
- (見直しは)いかにうまく金融緩和を継続するかという観点からバランスをとって判断していきたい。

(出所) 日経新聞 (7月7日)、楽天証券経済研究所作成



7月28日、長短金利操作の運用を柔軟化

### 植田総裁の9月9日の発言

- 賃金上昇を伴う持続的な物価上昇に確信が持てた段階になれば、大規模な金融緩和策の柱であるマイナス金利政策の解除を含めいろいろなオプションがある。
- 年末までに十分な情報やデータがそろそろ可能性はゼロではない。

(出所) 読売新聞 (9月9日)、楽天証券経済研究所作成



10月31日、さらに運用を柔軟化





### 内田副総裁の23年2月の所信聴取

- 特別な形での点検を改めて実施するかどうか、やる場合は、政策委員会の他のメンバーと議論していかなければならない。なお、過去2回の点検とも1ヶ月半の期間をかけてやった。FRBとかECBは1年から1年半かけてレビューを実施している。

(出所) 各種資料、楽天証券経済研究所作成

### 植田総裁の4月10日就任記者会見

- 強力な金融緩和は二十何年続いていますので、それ全体を総合的に評価し、今後どういうふうに進むべきかという観点からの点検や検証があってもいいのかなと思っているが、この点は政策委員会と議論して決めて行きたいと考えている。

(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成



4月28日、多角的レビューを実施すると宣言(金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うこととした)。

(出所) 日本銀行、23年4月金融政策決定会合の声明文より楽天証券経済研究所作成

デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための  
政府・日本銀行の政策連携について  
(共同声明)

平成25年1月22日  
内閣府  
財務省  
日本銀行

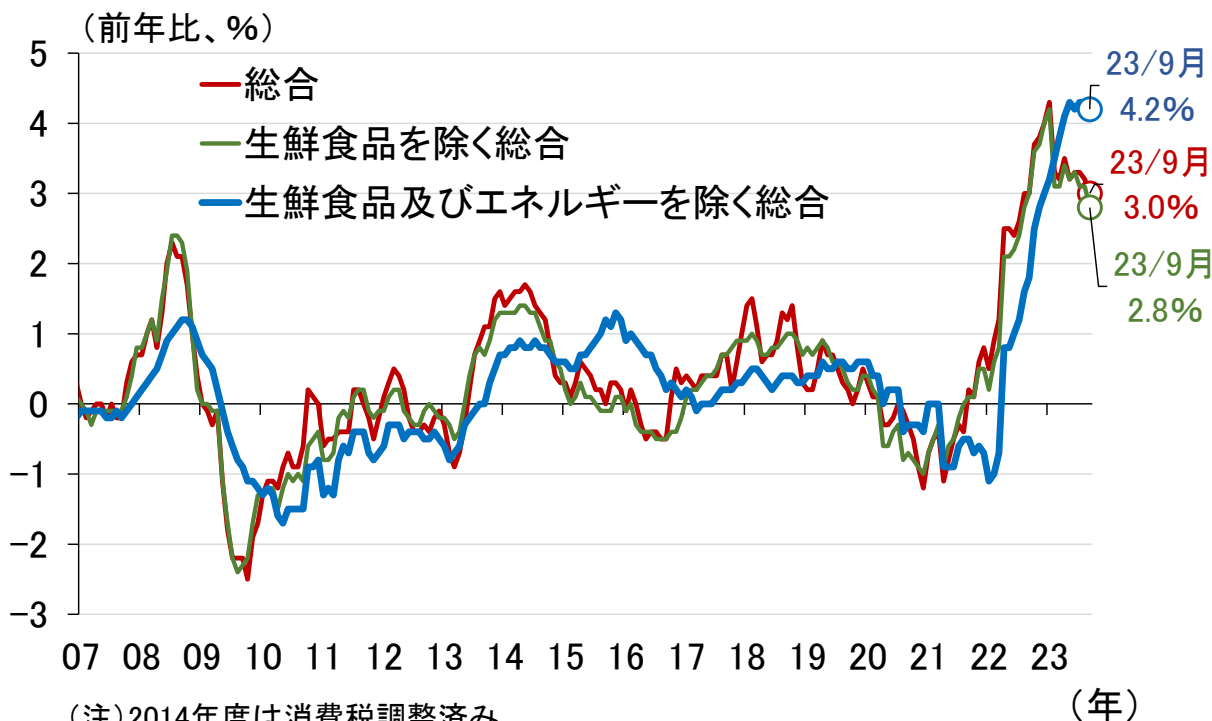
- 日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。

(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成

< ①消費者物価指数、②GDPデフレーター、③GDPギャップ、④単位労働費用 >

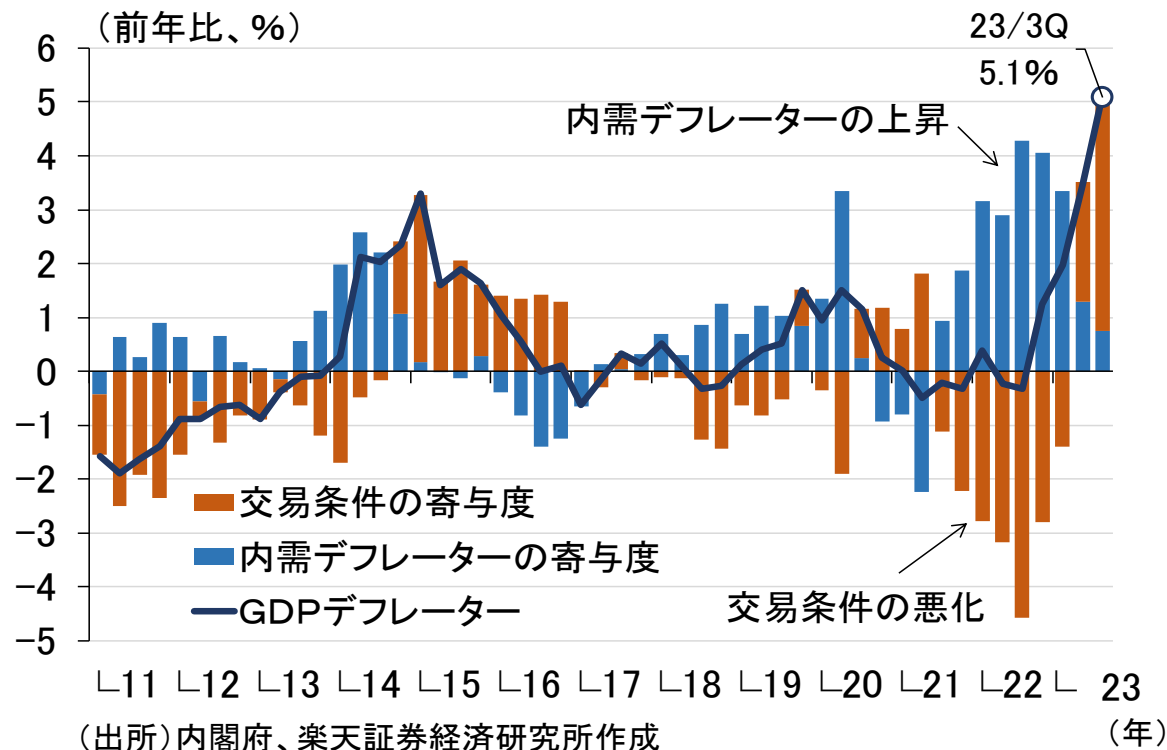
✓ 消費者物価とGDPデフレーターの伸びはプラスを維持。

### 条件① 消費者物価指数



(注) 2014年度は消費税調整済み。  
(出所) 総務省、楽天証券経済研究所作成

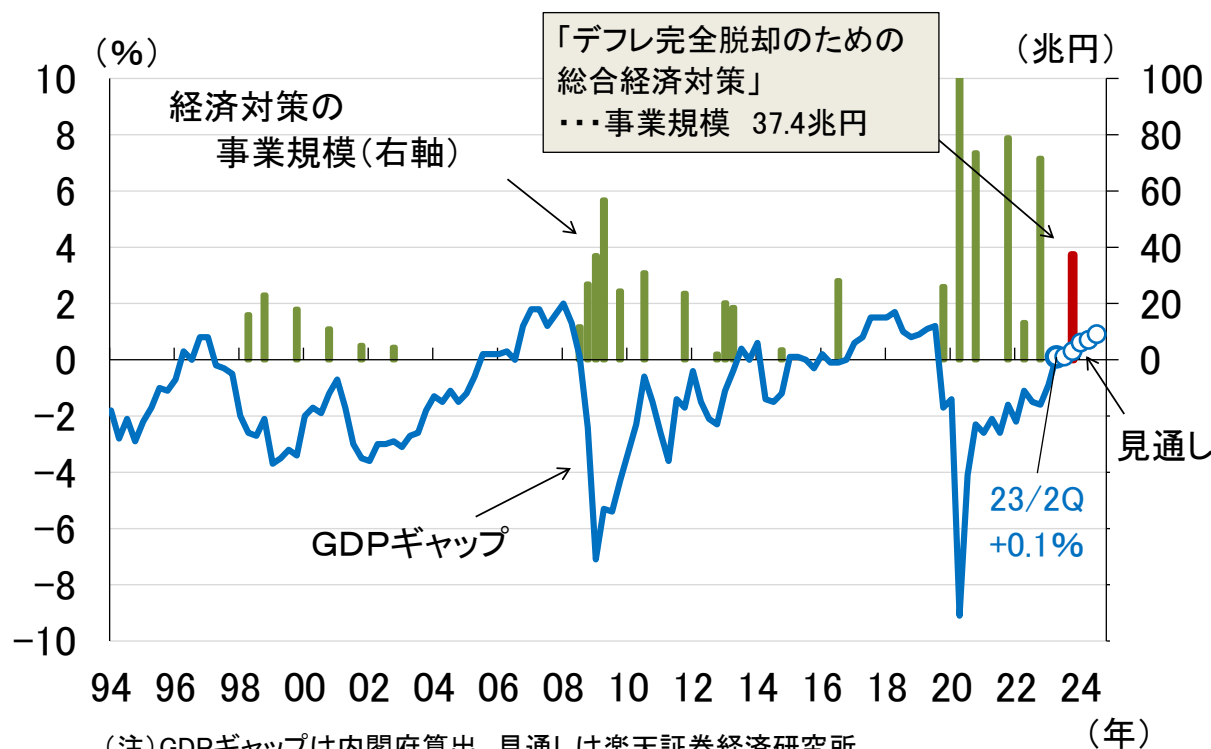
### 条件② GDPデフレーター



(出所) 内閣府、楽天証券経済研究所作成

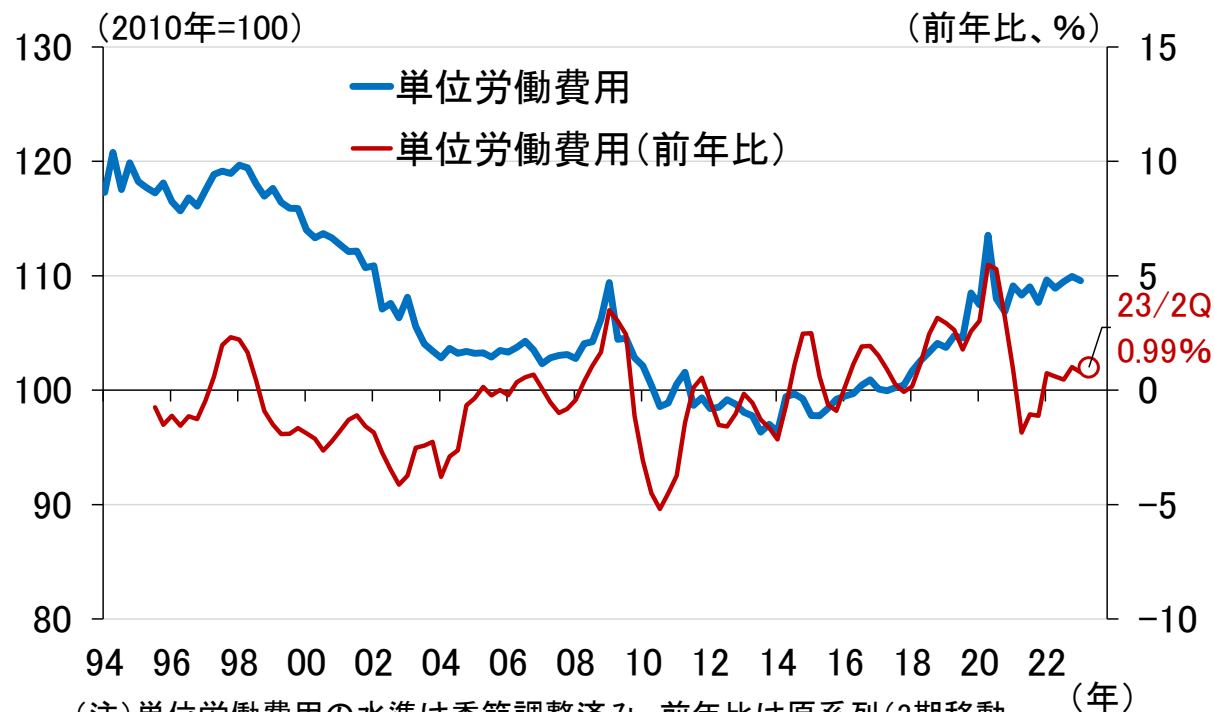
- ✓ 単位労働費用は大丈夫だが、GDPギャップは・・・。
- ✓ 今回の経済対策・・・「デフレ完全脱却のための総合経済対策」

### 条件③ GDPギャップ



(注) GDPギャップは内閣府算出、見通しは楽天証券経済研究所。  
(出所) 内閣府、楽天証券経済研究所作成

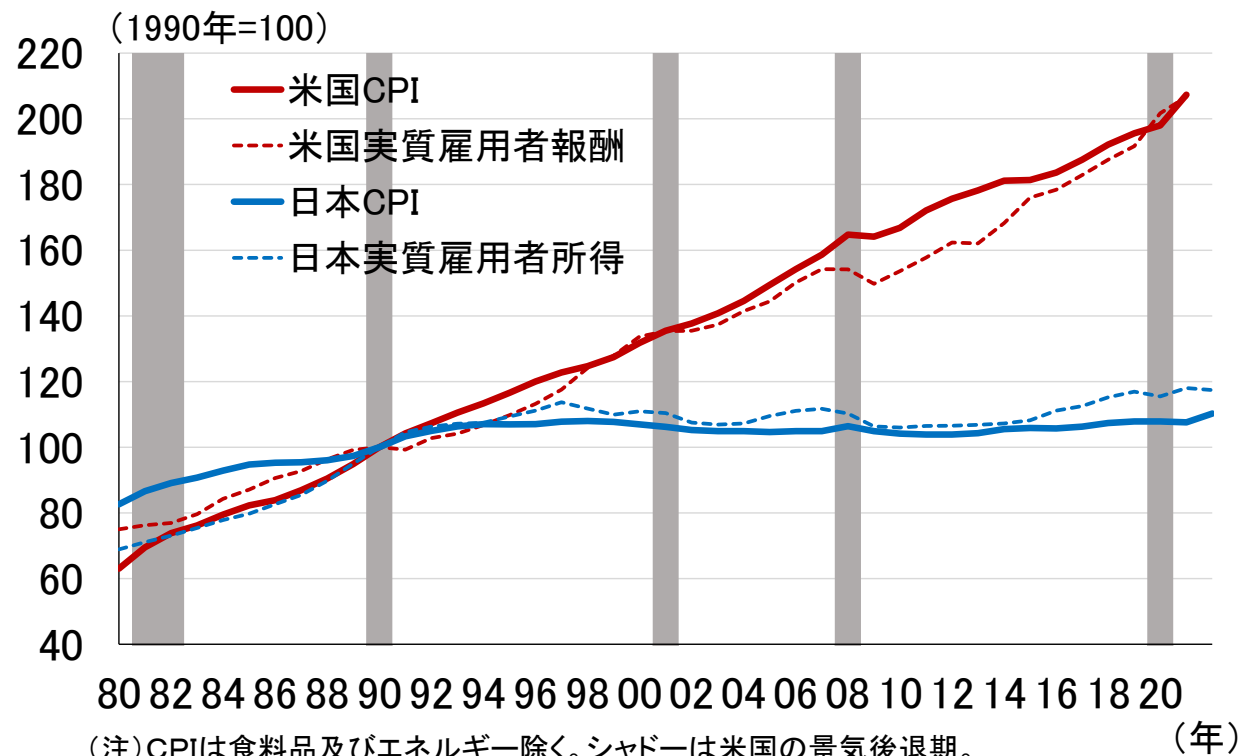
### 条件④ 単位労働費用 (U L C)



(注) 単位労働費用の水準は季節調整済み。前年比は原系列(3期移動平均値)で算出。  
(出所) 内閣府、楽天証券経済研究所作成

✓ 「2%」を持続的・安定的に実現させるには、名目雇用者報酬が4%必要。

### 実質雇用者報酬の伸びとインフレ率



【米国】90年以降の伸び率 【日本】90年以降の伸び率

CPI・・・年率2.4%  
 実質雇用者報酬  
 ……年率2.4%

CPI・・・年率0.2%  
 実質雇用者報酬  
 ……年率0.5%

CPI = 実質雇用者報酬

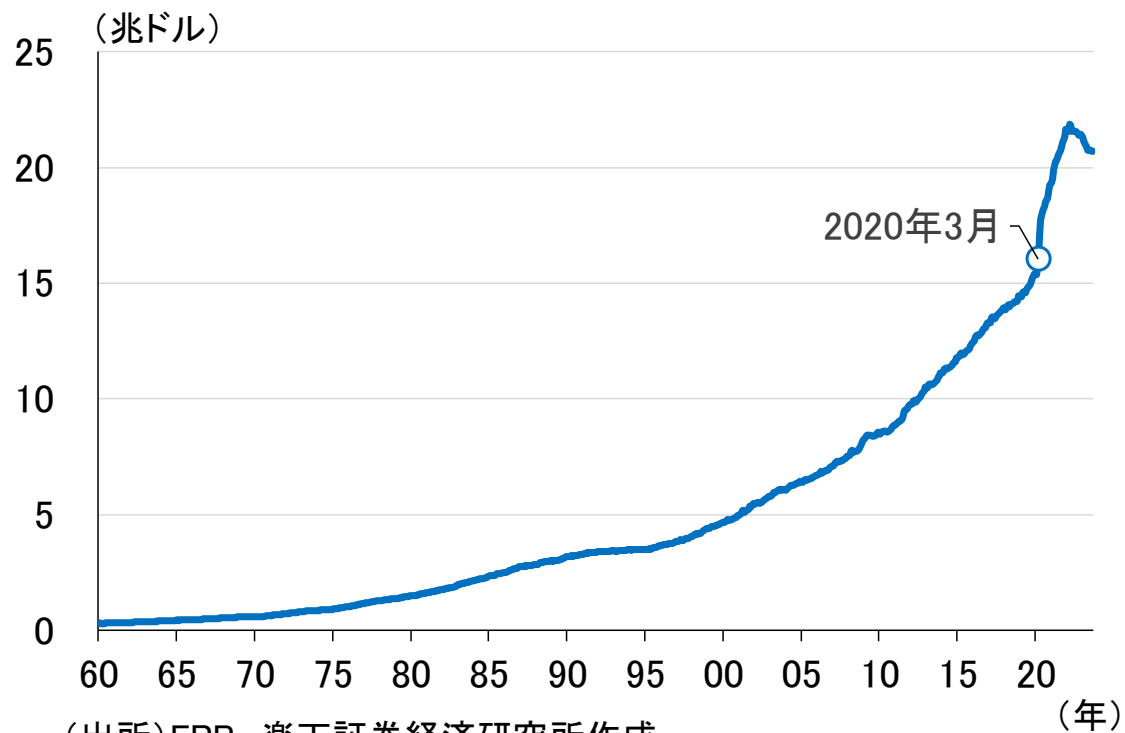


	日本銀行	政府	春闘	主な経済指標
2023/10/01	MPM(30-31日、展望レポート)		連合の「基本構想」	10月日銀短観(10/2日)
	<b>YCC修正で事実上の形骸化</b>	<b>今回の経済</b>	<b>デフレ完全脱却のための総合経済対策</b>	23年7-9月期GDP(11/15日)
12月	<u>多角的レビューWS①(4日)</u> MPM(18-19日)	24年度予算	経労委報告(経営側指針)	12月日銀短観(12/13日)
2024/01/01	MPM(22-23日、展望レポート)		経労委報告(経営側指針)	<b>23年10-12月期GDP(2/15日)</b>
2月				
3月	MPM(18-19日)		春闘集中回答(3/15日)	
4月	MPM(25-26日、展望レポート)		<b>春闘確認</b>	3月日銀短観(4/1日)
5月	<u>多角的レビューWS②</u>	<b>減税</b>	<b>デフレ脱却 4条件確認</b>	<b>24年1-3月期GDP(中旬)</b>
6月	MPM(13-14日)	骨太方針?		
7月	MPM(30-31日、展望レポート)		春闘最終集計(7/5日)	6月日銀短観(7/1日)
8月				24年4-6月期GDP(中旬)

(出所)各種資料より楽天証券経済研究所作成

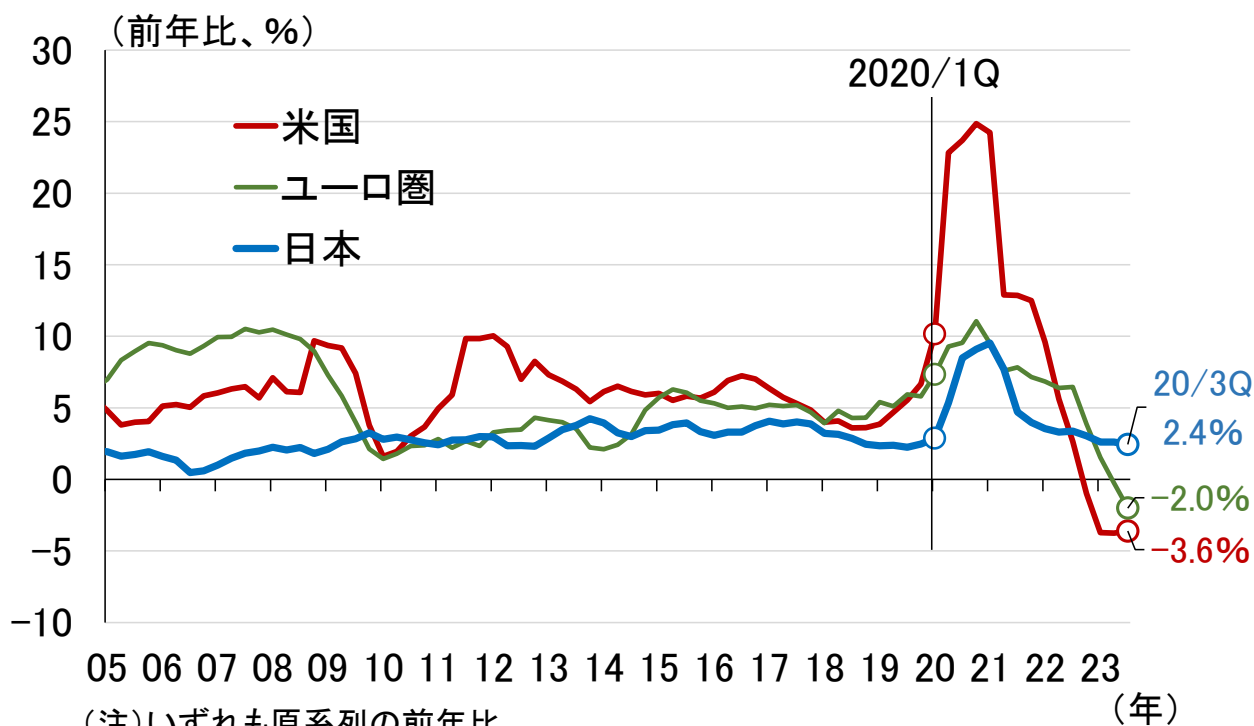
- ✓ 米国のマネーストックが1960年以降で初めてマイナスに。
- ✓ ユーロ圏でもユーロ発足以来初めてマイナスに。

### 米国のマネーストック (M2)



(出所)FRB、楽天証券経済研究所作成

### 日米欧のマネーストック (M2)



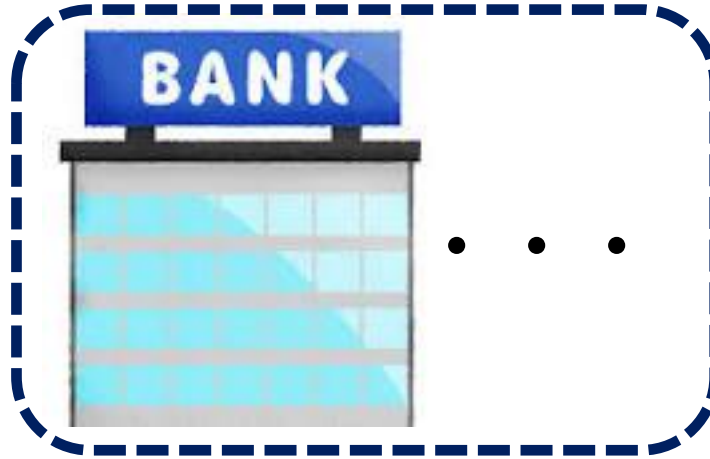
(注)いずれも原系列の前年比

(出所)Bloombergより楽天証券経済研究所作成

日本銀行



金融部門



個人  
企業

- 
- 
- 

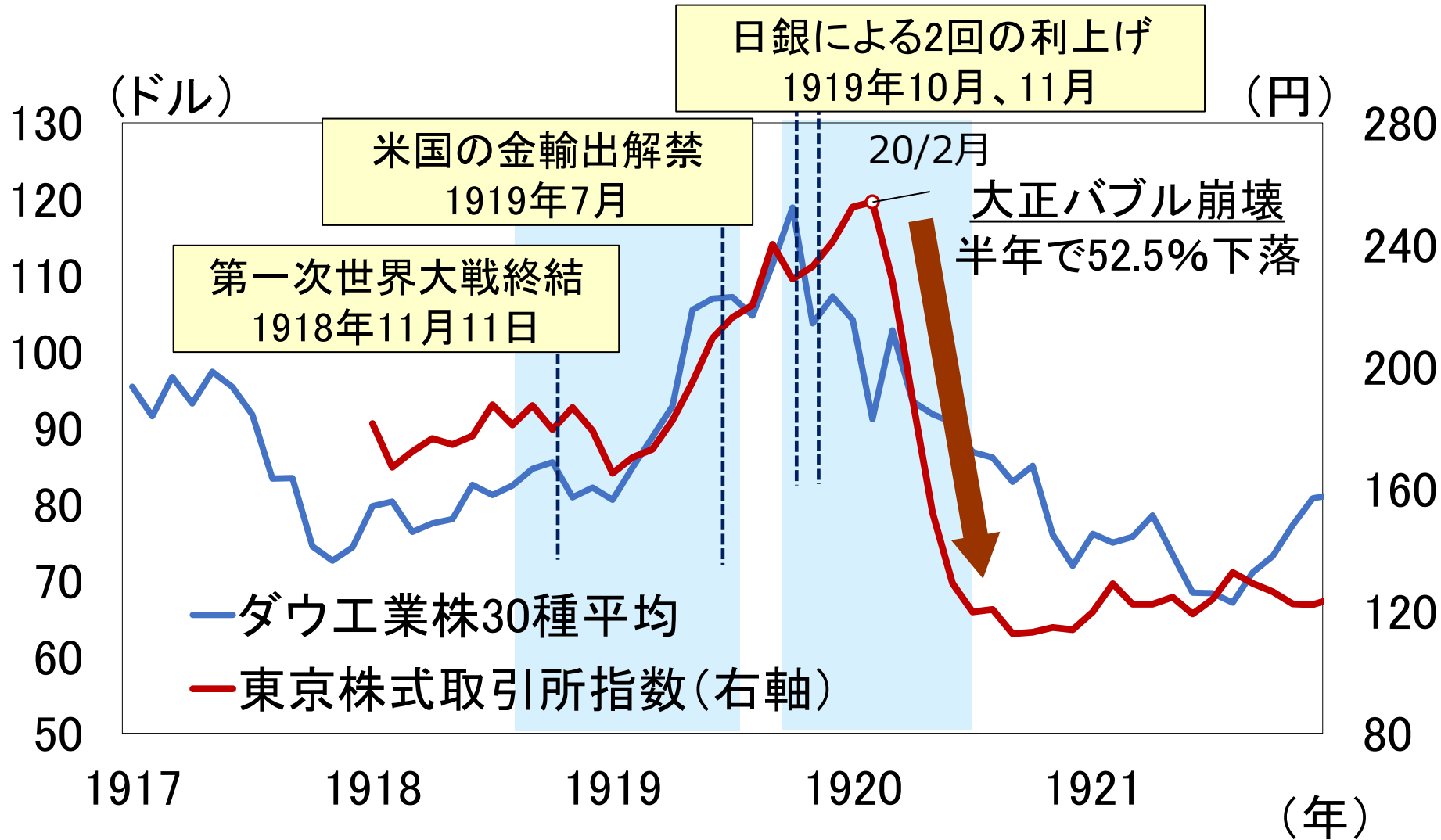
マネタリーベース

＝「発行銀行券」＋「日銀当座預金」＋「貨幣」

マネーストック

「M1」、「M2」、「M3」、「広義流動性」





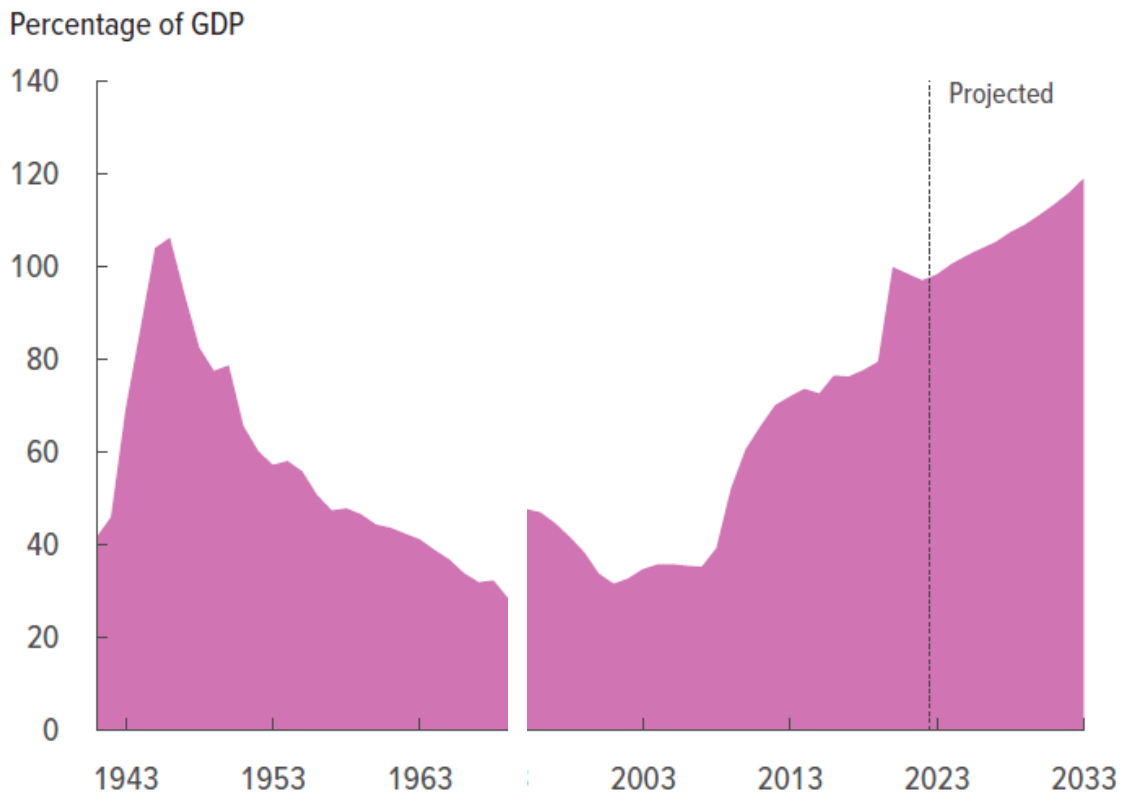
第9代、11代日銀総裁  
井上準之助

(注)シャドーは内務省衛生局によるスペイン風邪の流行期。

(出所)各種資料より楽天証券経済研究所作成

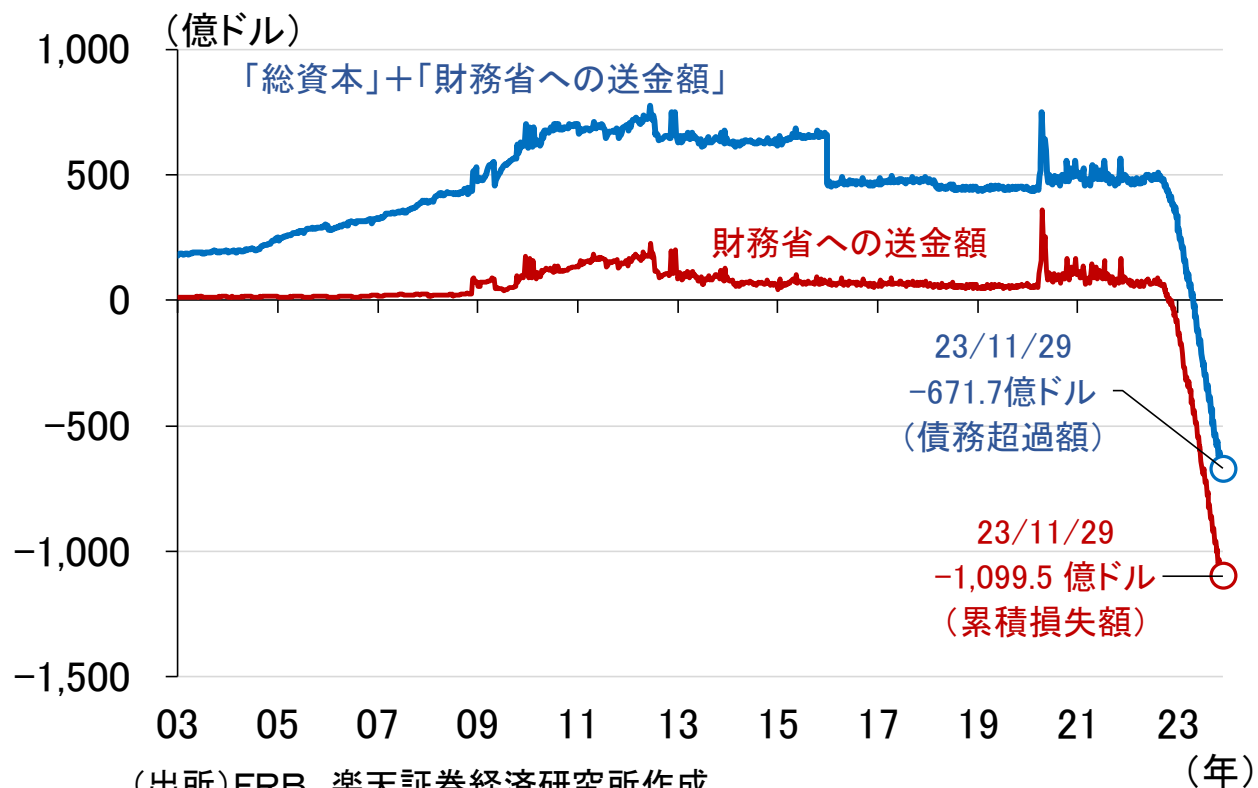
- ✓ 政府債務残高は第二次世界大戦時を凌駕している。
- ✓ FRBは利上げに伴う逆ザヤで債務超過に転落(約10兆円)。

### 政府債務残高 (CBO推計)



(出所)CBO(An Update to the Budget Outlook 2023年5月)、  
楽天証券経済研究所作成

### FRBの債務超過額



(出所)FRB、楽天証券経済研究所作成

# ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。

また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいようをお願いいたします。

# 外国為替証拠金取引（FX）のリスクと費用等について

## 外国為替証拠金取引(FX)の取引にかかるリスク

外国為替証拠金取引（FX）は、取引通貨の価格変動や、スワップポイントの支払いにより、損失が生じるおそれがあります。

また、外国為替証拠金取引（FX）は少額の証拠金で、その差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。また、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

## 外国為替証拠金取引（FX）の取引にかかる費用等

外国為替証拠金取引（FX）の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各通貨の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。

スプレッドは通貨ペアごとに異なります。

## 証拠金について

〔楽天FX口座〕レバレッジコースに応じて取引金額の4%～100%(最大レバレッジ25倍)の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、取引金額に当社が定める証拠金率(\*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

〔楽天MT4口座〕想定元本の4%以上の証拠金が必要となります。(法人のお客様の場合は、想定元本に当社が定める証拠金率(\*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

\*当社は、金融先物取引業協会が算出した「為替リスク想定比率」以上となる証拠金率を通貨ペアごとに定めております。

「為替リスク想定比率」とは、金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第27項第1号に規定される定量的計算モデルを使い算出されるものです。

## スプレッドについて【（例外あり）について】

通常時は広告表示のスプレッドでお取引いただいておりますが、為替市場における取引高の低下又は売買が一方向に集中しているなどの状況においてはスプレッドが広がる場合があります。

また、広告表示の値は実際の取引時のスプレッドを保証するものではなく、お客様の約定結果による実質的なスプレッドが広告表示の値と合致しない場合がありますのでご注意ください。

なお、スプレッドの拡大は、以下のような状況において発生する場合があります。

- 平日早朝時（概ね6時30分～7時30分※サマータイム期間中は一時間繰り上がります）
- 国内外の金融市場休場日（海外のクリスマス休暇や年末年始など）
- 主要経済指標の発表前後
- 震災などの天変地異や政変又は金融・経済関連の重大な出来事などの突発事象の発生時

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

## 店頭CFD取引にかかるリスクと費用等について

### CFD取引にかかるリスク

CFD取引は、お取引の対象となる銘柄の価格変動、金利相当額、配当相当額、価格調整額の支払い、各国の経済、社会情勢、金融政策、金融指標等の変動により損失が生じるおそれがあり、投資元本が保証されたものではありません。

また、CFD取引は差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため大きな損失が発生する可能性があり、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

### CFD取引にかかる費用等

CFD取引の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各銘柄の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは銘柄ごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

### 証拠金について

株価指数CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して10%以上、商品CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して5%以上の証拠金が必要となります。

## 店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスクと費用等について

### 店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスク

当社の取扱う店頭通貨バイナリーオプションは満期時（判定時刻）に権利が自動行使されるヨーロピアンタイプのオプション取引です。取引対象である通貨の価格変動が予測通りとなった場合には利益が得られることもある反面、予想が外れ権利が消滅した場合、支払ったオプションの購入金額を全額失うこととなります。

また、オプションの購入価格と売却価格には差（スプレッド）があり売却時に損失を被る可能性があります。

### 店頭通貨バイナリーオプション取引にかかる費用等

店頭通貨バイナリーオプション取引の取引手数料は無料です。

### オプションの購入価格について

1枚あたりの最大購入価格は999円です。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会