

# グローバル・リスク・ウォッチ Vol.39 (量的緩和からの)Exitいろいろ 他

=====

《index》

1. (量的緩和からの)Exitいろいろ(大山)
  2. 米国ボルカー・ルール改正案は規制対応コストを緩和する(勝藤)
  3. 欧州ソブリンリスク再び(熊谷)
  4. 講演最新情報(2018年6月時点)
- =====

## 1. マクロ経済金融に係るリスクの概観(トレンド&トピックス)

### (量的緩和からの)Exitいろいろ

#### 有限責任監査法人トーマツ リスク管理戦略センター長 大山剛

米国では、景況感そのものは非常に強く、労働市場の一段のタイト化も進んでいます。賃金・物価の上昇率は今のところ落ち着いていますが、物価上昇率の水準は既に目標とする2%にほぼ到達しています。こうした中、米国FRBが6月のFOMCで利上げを決定しました。これ自体は市場の予想通りの動きであったわけですが、同時に公表した今後の利上げ回数見込みに係るドットチャートの中央値が、前回の年3回から4回に変更となったことが注目を集めました。既に2回利上げをしているので、今後さらに2回の利上げがあると見込むFOMCメンバーが増えたことを意味します。賃金・物価の上昇がなかなか加速しない中でも、FRBは着実に金融緩和の修正を続けていくことを示したわけです。

この間ECBも6月の理事会で、現在の量的緩和が終了する9月末以降は徐々に国債買い入れ額を削減し、年末にはゼロとすることに加え、来年中には利上げを目指すことも示唆しました。欧州では物価上昇率が目標の半分程度の水準にしか達しておらず、足許の成長率も減速傾向を見せており、さらにイタリアの政治不安等が目立っているにもかかわらず、こうした決定がなされたわけです。一方、同じ時期に金融政策決定会合を持った日本銀行は、ほぼ予想されたとおり、現状の金融政策の維持を決定しました。日本も、労働市場がこれほど逼迫しているにもかかわらず、賃金や物価の伸びは相変わらず鈍く、コアコアCPI上昇率が1%に達する時期も随分と先になる可能性が出てきたことがその背景にあります。

こうした状況のなかで、なぜマクロ経済がこれほどの高圧状態にあるにもかかわらず、賃金・物価の上昇率が一向に加速する気配がみられないのかに、改めて関心が集まっています。もっともそこで出てくる議論は、低生産性部門への労働力のシフトが依然続いている、先行きの成長・インフレ期待が低い、Eコマース等による構造的物価押し上げ圧力が依然強い、物価統計に下方バイアスがある等、ここ数年議論されてきた内容とさして大きな違いはありません。そして、高圧の維持

を続けるならば、いつかは労働市場も沸点に達し、これが最終的には物価上昇の加速をもたらすという考え自体にも変わりはないといえます。もっとも、仮に労働市場において賃金上昇という沸点が消滅していたとしたらどうでしょう？ デジタル化や AI の活用で代表されるように、経済の構造的な変化が従来の高生産性部門の労働需要を恒常的に下押しする一方で、足許の景気サイクル要因は低生産性部門の需給のみを一時的にタイト化しているのだとしたら…。こうした動きが続けば、当分の間は少々景気が良くても、賃金が増えこれが物価上昇をもたらす場面は来ないかもしれません。

量的緩和を進めてきた中央銀行が、同政策から exit するに際しては、本来二つの理由があると考えられます。一つは、当初の物価目標の達成が見通せるようになってきたこと。もう一つは、当初想定してきた物価上昇のメカニズムが誤りであったことに気づき、むしろ副作用の方が大きいとの認識から手仕舞いに動くこと。筆者には、FRB は前者である一方、ECB 保有イタリア国債の塩漬けを示唆したイタリア新政権の発言に刺激を受けたと言われる ECB は後者に近いのではと考えます。果たして日銀は、どちらの exit に向かうのでしょうか。

---

## Home | 利用規定 | クッキーに関する通知 | プライバシーポリシー

デロイトトーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュートーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームであるデロイトトーマツ合同会社およびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツ コンサルティング合同会社、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイトトーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイトトーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む)の総称です。デロイトトーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 11,000 名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツ グループ Web サイト([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 245,000 名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#) もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュートーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数を指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitte のメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性があります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的な事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

© 2018. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.