

欧米の金融経済と中央銀行の政策課題

野村総合研究所 金融イノベーション研究部 主席研究員

井上 哲也



2019年の欧米の金融経済に深刻な問題が待ち受けている訳ではない。しかし、中央銀行による金融政策の「正常化」とっては、必ずしも好適な環境とならないようだ。

1. ユーロ圏の金融経済

来年のユーロ圏経済に対する期待は後退している。年初来の経済成長率の減速については天候や自動車の環境対策など一時的要因に帰する議論が多かったが、ECBのドラギ総裁も12月の記者会見で景気見通しの下方リスクを指摘するなど慎重論が台頭している。最大の理由は、輸出の減速を基点として生産に

停滞感がみられる点である。しかも、ユーロ圏経済の牽引車であるドイツで目立つだけにネガティブな印象を強めている（図表1）。

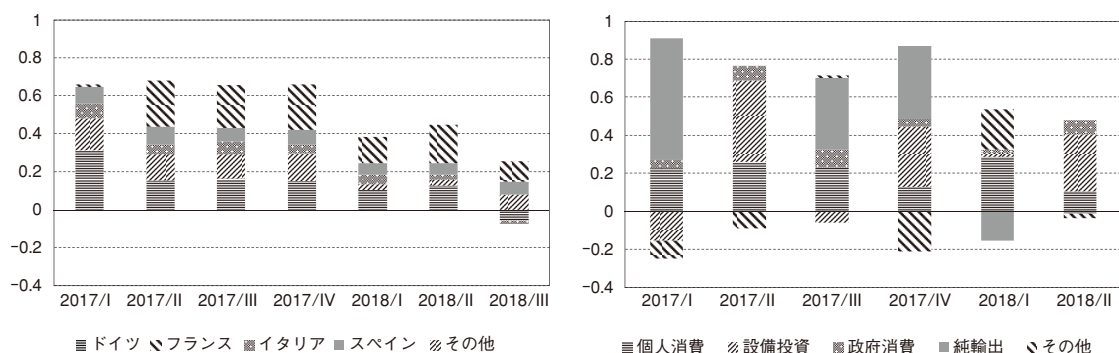
それでも、景気拡大を支えたファンダメンタルズに大きな変化はないため、ユーロ圏経済が急激な景気後退に陥るとは考えにくい。企業の収益や設備稼働率の水準は相応のショックを吸収しうる。家計の雇用と所得、純資産も拡大を続けている。欧州委員会は、秋季見通しの中でユーロ圏経済が2020年まで潜在成長率（1.6%）を上回って推移すると予想しており、ECBも今回（12月）の政策理事会では若干の下方修正に止めた。

一方、物価については、労働市場のタイト化に伴う賃金上昇圧力を背景にむしろ強気論が目立つ。域内主要国の失業率はドイツを除いて日米より顕著に高く、大きな余剰労働力が残る印象を与えるが、構造失業率も高いためドイツを含めて完全雇用に近い状況が出現しつつある。実際、賃金上昇率も幅広い分野

目次

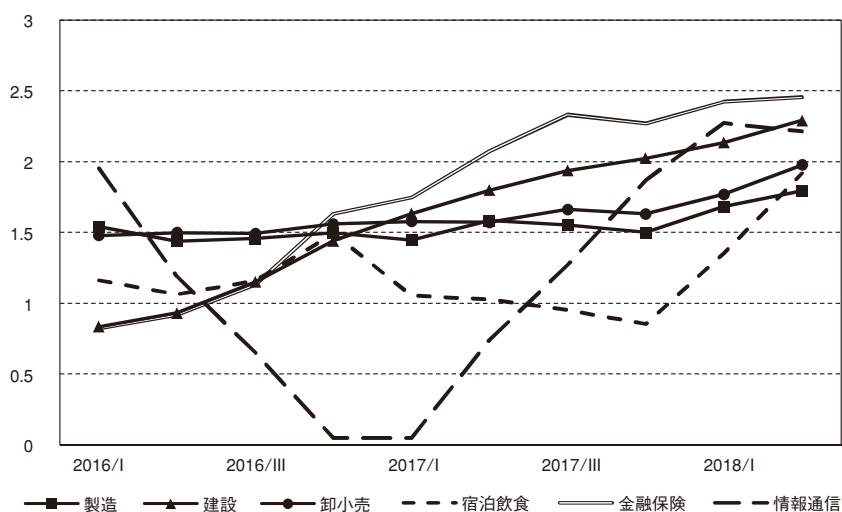
1. ユーロ圏の金融経済
2. ECBによる金融政策の「正常化」
3. 米国の金融経済
4. FRBによる利上げ
5. 次の景気後退に向けた議論

(図表 1) ユーロ圏の実質経済成長率 (国別および主要項目別寄与度：前期比%)



(資料) Eurostat

(図表 2) ユーロ圏の労働コスト指数 (業種別：前年比%)



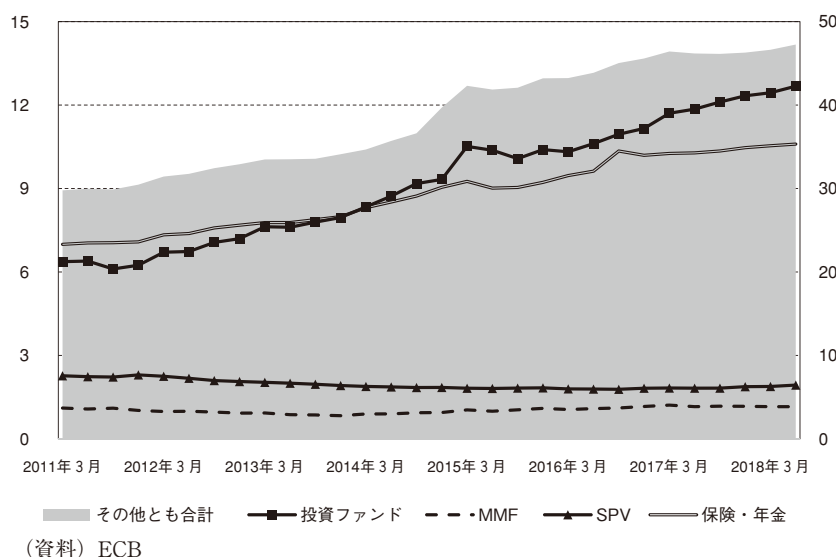
(資料) Eurostat

で加速している (図表 2)。サーベイ調査に基づく家計や企業のインフレ期待も堅調さを示しており、インフレ率上昇に向けた要素が揃いつつある。

金融環境は、株価の調整と一部国の国債利回りやクレジットスプレッドの拡大を主因に

ややタイト化したしたが、総じて見ればなお緩和的である。ドイツなどでは国債利回りが反落し、ユーロ相場も軟調である。銀行が積極的な貸出姿勢を維持する下で、貸出残高もイタリアを除いて緩やかな増加を続けている。さらに、ECBの金融安定報告が取り上げてい

(図表3) ユーロ圏のシャドーバンキング残高(兆ユーロ)



るように、シャドーバンキングの量的拡大とクレジットリスクの蓄積が目立つようになっている(図表3)。

2. ECBによる金融政策の「正常化」

ECBは金融政策の「正常化」に来年から本格的に着手する。まずは12月の政策理事会で本年末で量的緩和を終了することを決定したが、この点については金融市場でも異論は少ない。インフレが中期的に目標(実質的に2%)に向かっているというECBの見方には相応の説得力があり、景気も減速しても潜在成長率以上であれば問題にはならない。

ECBは保有資産の残高を当面は一定に維持する方針であるため、償還が到来した資産

の再投資を行う必要があるが、その実施方法には課題が残る。量的緩和に伴う国債買入れにおいては、ECBに対する各国の出資比率(capital key)に応じて国別に割り振ってきたが、ドイツやオランダのように出資比率対比で国債発行規模が小さい国の場合には、ルール遵守が困難になっていた。従って、今後の再投資も出資比率に沿った割り振りにすると、こうした国での国債市場に対するストレスは改善されない。だからといって、例えば、国債市場の規模に即して再投資を国別に割り振ればストレスは軽減されるが、ECBが財政赤字の大きい国の国債を多く買入れることになり、財政規律にモラルハザードを生むことになる。

再投資に関しては、イタリアの銀行が保有する国債を重点的に買うべきという主張もみ

られる。ECBによる量的緩和にも拘らずイタリアの銀行は高水準の国債を保有しており(図表3)、2018年秋以降の国債利回りの上昇によってキャピタルロスを蒙った結果、「貸し渋り」のリスクが生じたためである。しかし、量的緩和は物価安定を目指す金融政策として実施されているだけに、国債買入れが金融システムの安定に有効だとしても別な枠組みの下で実施されるべきである。

これらを踏まえて、12月の政策理事会では、来年初以降の保有資産の再投資においても、ECBが出資比率に沿った割り振りを行う原則を維持することを決定した。その上で、実際には「原則の範囲内」で柔軟な運用を行うということになりそうである。

ECBは、続いて2019年秋以降に利上げに進む考えを示しているが、こちらはその実現自体に不透明性が高まっている。ユーロ圏経済が潜在成長率近傍で推移するとしても、今年に比べてモメンタムは低下する。物価についても、賃金上昇圧力が続く可能性はあるが、後でみるようにFRBの利上げペースが鈍化してユーロ高が生じれば下押し圧力も生じうる。利上げの開始が経済指標によって正当化されない可能性がある訳である。

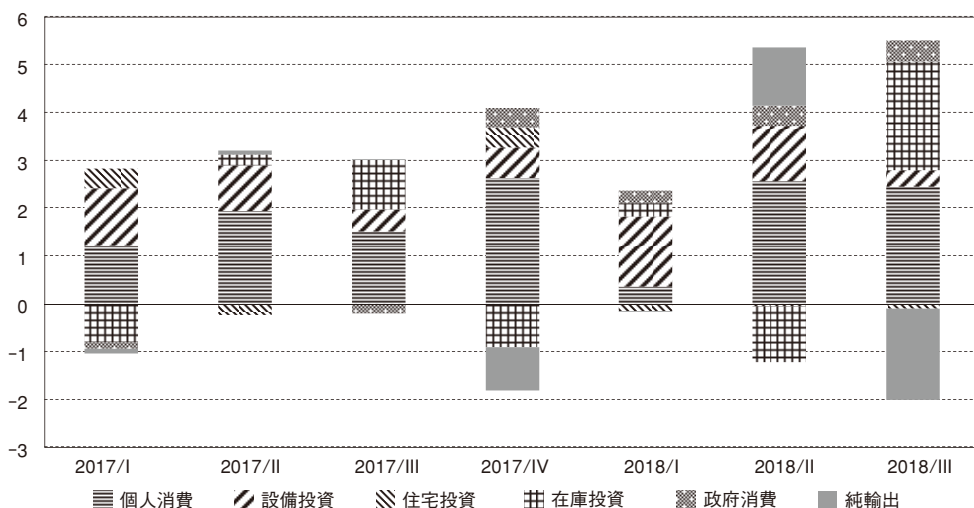
ファンダメンタルズ以外にも注意すべき要素がある。第一に域内の政治情勢である。ドイツでは地方選挙の連敗を受けてメルケル氏が党首の退任を表明し、2019年には次期政権を巡る動きが本格化する。フランスでも、燃料税を巡る今般の混乱がマクロン氏への幅広

い反発を明らかにし、政権運営は容易ではない。主要国の政治状況が流動化する下で、5月の欧州議会選挙ではポピュリストや極右のような不満勢力の一層の台頭が予想される。域内国の政治がECBの金融政策に直接的な影響を及ぼす訳ではないが、イタリアのように財政ないし金融システムに関する国内政策の変更によって、ECBの政策運営にストレスが生ずることは考えられる。

第二にECBの総裁人事である。ドラギ総裁の任期満了は2019年10月であるが、域内主要国がポストを分け合う慣行のため調整には時間を要する。有力候補はブンデスバンクのバイドマン総裁とフランス銀行のビルロア・ド・ガロ総裁である。フランス銀行出身のトリシェ前総裁の後任としてのドラギ総裁就任の経緯(ブンデスバンク出身のウエーバー氏が辞退)を考えると、ドイツとECBとの関係正常化の観点からも、バイドマン氏の「おさまり」は良い。しかし、後ろ盾となるメルケル氏の影響力が低下したことに加え、これから利上げに慎重になるべき局面を迎えるだけに、タカ派的な印象の強いバイドマン氏に域内国から難色を示される可能性も強い。

金融政策はECBの政策理事会で合議によって決まるし、他の経済政策との実質的な調整も考慮すれば、ECBの金融政策がバイドマン氏の意向だけで左右されるとは考えにくい。それでも、利上げ開始という重要局面で政策理事会内の意見対立が深刻化すれば、対外的コミュニケーションを困難にし、金融市

(図表 4) 米国の実質経済成長率 (主要項目別寄与度：前期比年率%)



場に不必要なボラティリティを生ずることが懸念される。

3. 米国の金融経済

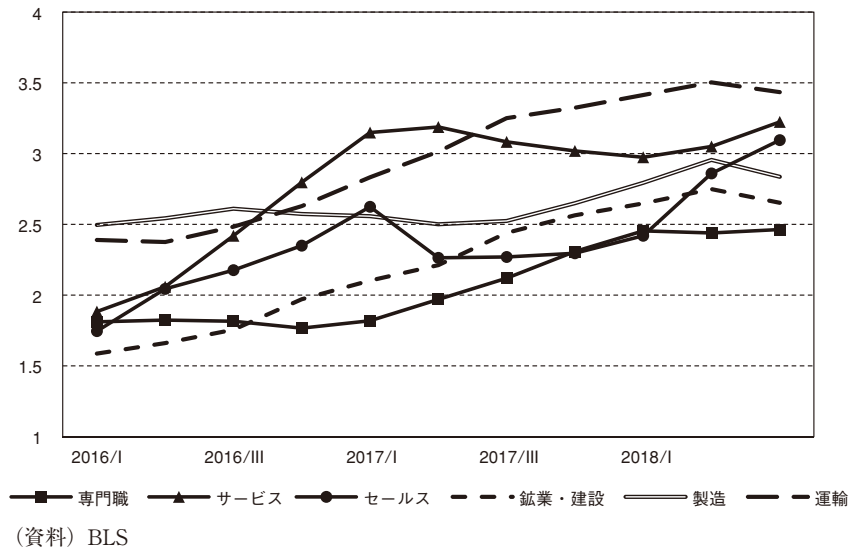
米国経済についても減速のリスクが意識されている。家計の消費は引続き力強く拡大しているが、金利上昇の影響による住宅投資の減速に加えて、ここへきて設備投資に陰りがみられる点が慎重論の背景である。少なくとも2018年央までは大規模減税による設備投資への刺激効果が当面は続くと期待されていただけに、尚更にネガティブな印象を与えている(図表4)。その背景について、FRBによる11月の連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨は、貿易摩擦の先行き不透明化や海外経済の減速懸念、投入コストの上昇を挙げているが、後の二つも結局は前者に関わって

いるという意味で、貿易摩擦の影響が大きいことが推察される。

ユーロ圏と同じくアップサイドは期待しがたいとしても、家計や企業のファンダメンタルズはなお良好に維持されているため、米国経済が2019年に景気後退にまで陥るとは考えにくい。金融市場が警戒する企業収益も成長率が鈍化しているに過ぎない。この間、家計の雇用と所得が拡大を続けているほか、純資産に関しても株価は調整したが住宅価格は高水準に維持されている。今回(2018年12月)のFOMCで改訂された経済見通しでも、2019年については前年比+2.3%と潜在成長率を明確に上回る予想が維持された。

物価に関しては、構造失業率を下回る失業率の下で広範な業種で賃金上昇が続いているだけに、景気に比べると強気な見方が支配的である(図表5)。また、サーベイ調査に基

(図表5) 米国の労働コスト指数(職種別:前年比%)



づく家計や企業のインフレ期待も堅調さを維持している。もっとも、2018年夏までに比べると慎重論も散見されるようになっており、原油価格の軟化や労働力不足に対する企業のアウトソースや自動化投資による賃金上昇の抑制が影響しているようだ。

金融環境も明確にタイト化した。株価の大幅な調整だけでなく、この間にドル高が進行した。また、FRBによる利上げの継続もあって中短期金利が上昇しただけでなく、クレジットスプレッドの一部が拡大したからである。このため、2018年11月FOMCの議事要旨が示唆するように、資本市場での資金調達には以前よりモメンタムが低下したほか、銀行もレバレッジ・ローンには引き続き積極的ながら、住宅貸付やカードローンに対しては与信スタンスの慎重化が窺われる。

4. FRBによる利上げ

FRBは今回のFOMC(2018年12月)で、全会一致で追加利上げを決めた。この点自体については金融市場でも異論は少ない。FRBは物価安定と雇用の最大化という二つの政策目標を達成しており、減速しても潜在成長率を上回るペースで景気が拡大する以上、利上げの継続も正当化されるからである。

ただし、2019年については、パウエル議長を含むFOMCの多数派がこれまで想定してきた年3回(合計0.75%)の利上げから、年2回へと予想が下方修正された。言うまでもなく最大の理由は、先にみたような景気の先行きに対する不透明性の高まりであるが、景気が力強く拡大している際には注目されな

った金利上昇による経済活動の下押し懸念もみられる点は興味深い。

パウエル議長が再三指摘しているようにFRBの政策金利が2018年12月の利上げを含めて概ね中立水準に達するのであれば、2019年の利上げは金融政策の「正常化」ではなく引締め領域に入るだけに、経済活動への影響もその分大きくなるという理解は合理的である。また、住宅投資や設備投資のためのファイナンスコストが上昇していることも事実である。一方で、中立金利を正確に推計することは難しい点にも留意すべきであろう。中長期的にみれば、来年にFRBが2回の利上げを行ってもそうでなくても、政策金利は概ね中立的な領域にあることに変わりがないとも言える。

この問題は、2019年の利上げにおけるFRBのコミュニケーションの難しさを象徴的に示している。前回（2018年11月）のFOMCでタカ派もハト派も合意したのは、2019年は予め決まったスケジュールに基づくのではなく、経済指標如何で利上げを行うべきことである。それ自体は当然であるし、経済指標の中では政策目標に関わる物価と雇用に注目すれば良いことも明らかである。それでも、経済指標如何という、金融市場の利上げに関する期待は毎月公表される経済指標の内容に敏感に反応し、結果として不安定になりやすい。しかも、現在のように物価も雇用も目標を達成した段階では、発表される指標から何を読み取るべきか分かりにくくなりやすい。

その意味でも、FOMCが2019年にかけて金融政策に関するコミュニケーションの見直しを行うことは時宜に適っている。議事要旨で例示されている内容によれば、もともとは利上げの必要性について経済活動に携わる企業や家計の理解を得ることに主眼があったことが推察されるが、金融市場との考え方の共有も当然に重要な課題である。経済指標如何での政策運営のためには、指標を経済見通しとの対比で評価することが求められるだけに、見直しの焦点は経済見通しであり、見通しに関するリスクの方向性やウエイトをより明確にすることが考えられる。一方で、FOMCによる政策金利の先行き予想は変動しやすくなるだけに、いわゆるドット・チャートはより集約された情報を示す形に変えることも考えられる。

■ 5. 次の景気後退に向けた議論

2019年に欧米経済が景気後退にまで落ちこむリスクは小さいが、貿易摩擦の展開に拘らず、2020年には循環的な意味でともに経済成長率が潜在成長率を下回る状況が出現する可能性は存在する。そうした状況が予見される中で、欧米の中央銀行は次の景気後退に対応するための政策手段に関する議論を本格化させることになる。

過去の景気循環に比べると中央銀行の置かれた状況は厳しい。上にみたように、ECBは利上げに着手できない結果、政策金利が極

(図表 6) 代替的な金融緩和手段の例

手段	特徴	メリット
中長期の資金供給オペ	当事者の都合で量を増減しうる	・中央銀行のバランスシートの柔軟化 ・中央銀行のキャピタルロスの抑制
イールドカーブ・コントロール	国債買入れを抑制しうる	・国債市場へのストレス抑制 ・中央銀行のキャピタルロスの抑制

めて低くかつ保有資産が大きいままで景気後退に直面する可能性がある。ECBも現在以上に深くマイナス方向に政策金利を下げることは慎重であるだけに、ドラギ総裁が予て示唆しているように量的緩和に戻る可能性が高い。FRBも景気後退の時点では政策金利は中立水準の近傍で、保有資産の削減も道半ばとみられる。マイナス金利政策にはECB以上に強い拒否反応を示しているだけに、利下げ余地が尽きた後は量的緩和に戻ることが想定される。量的緩和は、両国の中央銀行にとって政策効果に関する経験値が獲得できているという意味では安心であろう。

しかし、この間の経験が示すように、量的緩和はその削減や終了に際して長い時間を要する点で機動性に大きな問題がある。実際、米欧でも今回の景気拡大の間に保有資産の削減を終えることはできず、量的緩和を再び実施すれば、保有資産の規模が長期的に際限なく拡大することになりかねない。しかも、その間に量的緩和の政策効果である長期金利の抑制が継続するようであれば、景気拡大に拘らず長期金利が低位に維持されることにも繋がる。これは経済活動にとっては好ましいことかもしれないが、長い目で見た資産価格の過大評価を招くリスクを常に伴うことに注意

する必要がある。最終的には、資産価格の調整に伴うストレスが実体経済に波及することも十分に考えられる。

世界金融危機のような長時間に亘る深刻な問題に直面した場合には、機動性に目をつぶって大規模な量的緩和を実施することも合理的である。しかし、次の景気後退が通常の景気循環であれば、より機動的な政策手段の活用も模索されるべきであろう。例えば、ECBが以前に実施した貸出条件付長期資金供給オペ (TLTRO) のように、借り手または貸し手が繰上げオプションを有する形での中長期のオペも可能性の一つである。あるいは、日銀が既に実現しつつあるように国債買入れ額を抑制しつつも長期金利に影響を与える形で、量的緩和に伴う問題を軽減することも考えられる (図表 6)。

欧米の中央銀行にとって、次の景気後退に対する政策手段は従来以上に難しい課題となろう。それでも筆者は、「必要は発明の母」として、むしろイノベーションが進むのではないかと期待している。

