

2017年の米欧経済と中央銀行の政策

野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長

井上 哲也



2016年の最重要イベントであった米大統領選におけるドナルド・トランプ氏の勝利は、経済政策の変化を通じて自国の金融経済に影響を及ぼすのみならず、長期金利やドル相場を介して欧州の金融経済にも少なからぬインパクトを与えるとみられる。従って、本稿ではこうした視点を重視しながら、2017年の米欧の中央銀行の政策を展望するとともに、その意味合いを議論する。

1. 米国の金融経済と中央銀行の課題

米国経済については、緩やかな景気拡大が続くとの見方が支配的である。つまり、連邦

制度準備理事会（FRB）の連邦公開市場委員会（FOMC）による直近（2016年12月）の経済見通し（SEP）でも、現時点で不透明な新政権による経済政策の効果を除くと、実質GDP成長率が当面は2%前後で推移するとの見方を示している。こうした成長ベースは概ね潜在成長率付近にあるとみられ、実際、FOMC（12月）の声明文が示唆するように労働市場のタイト化が一層進む中で名目賃金にも改善がみられ、2%のインフレ目標の達成により自信が持てる状況にある。

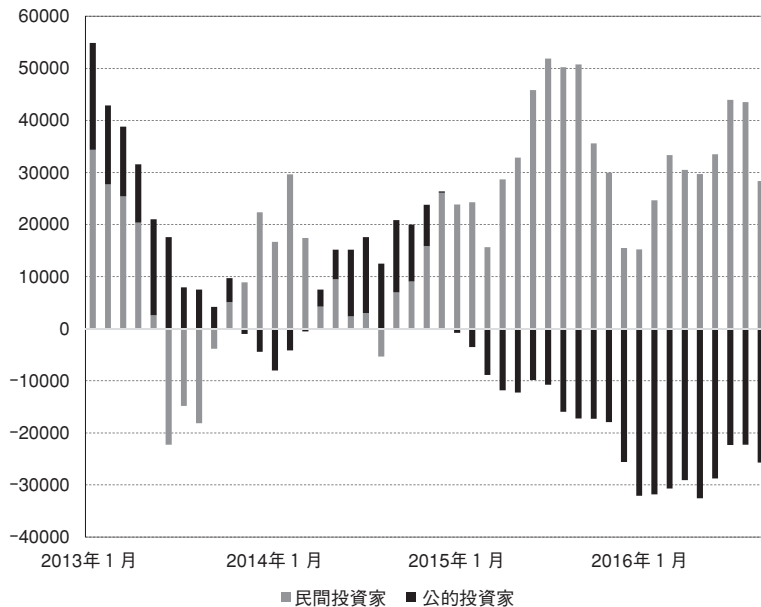
こうした状況の下でFRBが今回（12月）のFOMCで1年振りの利上げに踏み切ったことを市場は当然のものとして受け止めた。その一方で、新政権による経済政策の効果を除けば、FRBが緩やかなペースで利上げを続けることが適切との理解も共有されている。

本稿の執筆時点（12月中旬）で、トランプ

＜目 次＞

1. 米国の金融経済と中央銀行の課題
2. ユーロ圏の金融経済と中央銀行の課題
3. 米欧の中央銀行の政策運営

(図表 1) 海外投資家による米国証券投資 (ネット: 100万ドル)



(資料) 米国財務省

氏も大統領の就任前であり、経済閣僚の候補も具体的な考え方を示していないだけに経済政策の内容には予見し難い面も残る^(注1)。それでも、FRBによる政策との関係で重要となる二つの要素を挙げることはできる。

第一に拡張的な財政政策である。トランプ氏は、雇用の確保と経済成長の引上げを目指して、インフラ投資を中心とする財政支出の拡大と企業や個人に対する広範な税負担の軽減とを選挙戦を通じて主張した。これらはコアの支持層が求めるアジェンダである^(注2)だけでなく、一定のフィージビリティも有している。つまり、新政権が「放漫財政」を行っても、日欧の金融緩和や新興国に対する信

認の不足を背景に世界の資金が米国に流入している下では(図表1)―長期金利の多少の上昇はあっても―米国債発行による資金調達

のストレスは抑制されうるからである。

第二はドル高の抑制である。この点もコアの支持層―典型的には製造業に従事し、構造変化に適応し得ず所得や仕事を失った人々―の主張を持ち出すまでもなく、米国内への投資と雇用の回帰というトランプ氏の主張に即して容易に想像しうる。しかし、ドル高が金利上昇の思惑や既に見た海外要因を背景とした米国への資本フローにより生じている以上―さらには、トランプ氏が選挙中から主張している「本国投資法 (HIA)」(米国企業が海

外から移動した資金によって国内で設備投資を行う場合、政府は税制面の優遇を与える)の復活に対する思惑もドル高をサポートしている以上—こうしたファンダメンタルズに裏打ちされた動きが自然に反転することは期待し難い。そうなると、トランプ新政権はG20のような国際政治の場を通じてドル高修正を図ることも考えられる。

これらを踏まえると、FRBによる利上げと新政権の経済政策がコンフリクトを生ずるリスクが浮上する。この点に関しては、トランプ氏が選挙期間中にFRBの低金利政策を批判したことを踏まえ、利上げを容認するとの見方も聞かれる。また、共和党は伝統的に政府の介入に批判的であるだけに、金融政策の「正常化」を支持するとの理解も考えられる。しかし、拡張的な財政支出の円滑なファイナンスにとっても、過度で急激なドル高の防止または抑制にとっても、FRBの利上げが決して親和的でないことは明らかである。

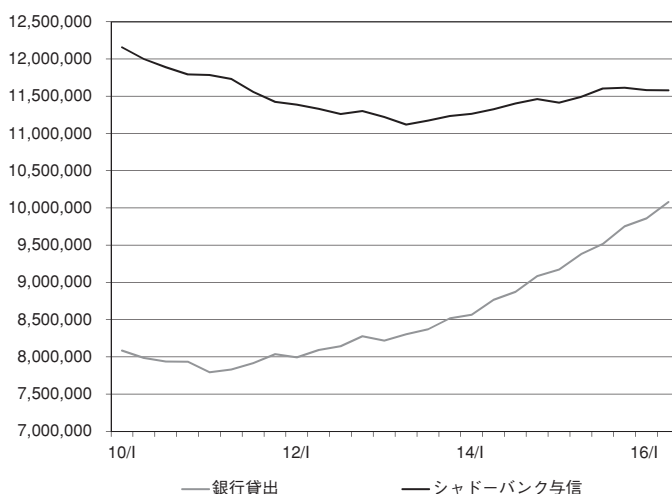
もちろん、FRBが米国のファンダメンタルズに基づいて今後も緩やかな利上げが続くと判断する結果、上記のようなコンフリクトが先鋭化せず終わる可能性も考えうる。しかし、既に完全雇用の状態にあり、インフレ目標の達成も展望しうる状況にあった米国経済で大規模な財政支出が実現する場合、FRBの政策目標 (Dual Mandate) に照らした最適な利上げペースが緩やかなものに止まり続

ける保証はない。実際、イエレン議長は今回(12月)のFOMC後の記者会見でこの点について注意を喚起した。

その場合は、雇用やインフレが目標をオーバーシュートすることで实体经济に直接的に生ずる副作用に止まらず、金融システムへの影響がむしろ懸念される。つまり、インフレや財政のリスクを反映した国債のリスクプレミアム¹⁾の拡大が続けば、広範なリスク資産の再評価 (re-pricing) を促すことになる。米国では、社債発行や銀行貸出のような信用量の面でも、リスクプレミアムのような価格の面でも、クレジット市場が既に活況を呈している(図表2)だけに、広範なre-pricingが生じた場合のインパクトは無視し得ない。

残念ながら、FRBにとって不都合なシナリオには制度面の裏づけもある。連邦議会の両院で多数を確保した共和党にとって、FRB理事の欠員(2名)を「好ましい人物」で埋めることは難しくない。さらに、2018年にかけてはイエレン議長とフィッシャー副議長も任期満了を迎える。トランプ氏も、選挙戦で示唆したイエレン議長の解任は踏みとどまったが、任期満了を期に「好ましい人物」に交替させることに支障は少ない。こうして、トランプ新大統領は、最初の任期中にFRB理事の構成を大きく変えうる立場にある^(注3)。

(図表 2) 米国の総与信残高 (100万ドル)



(資料) 米国連邦準備制度理事会

2. ユーロ圏の金融経済と中央銀行の課題

ユーロ圏も実体経済の面では緩やかな拡大が見込まれている。つまり、欧州中央銀行(ECB)も、直近(12月)の見通しでは2018年にかけて潜在成長率をやや上回る年率1%台半ばで推移するとしている^(注4)。ECBは、商品価格の回復に拘わらず基調的インフレが改善しないことを問題視しているが、サーベイ調査によるインフレ期待は企業、家計、市場とも横這いであることを示唆しており、かつてのようなデフレリスクは後退している。

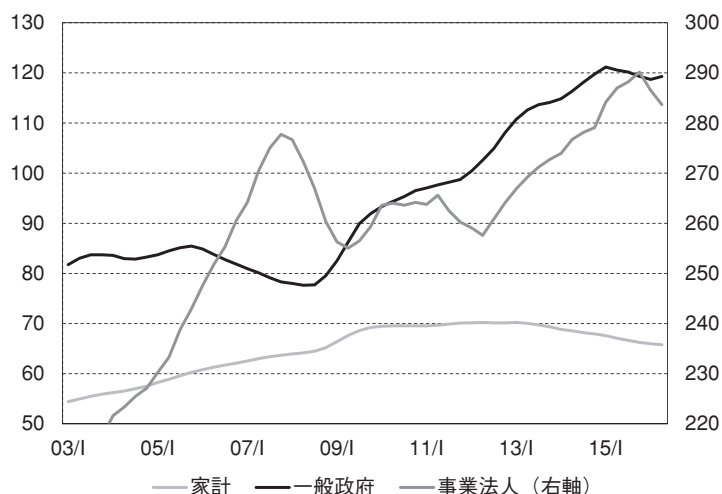
一方、ユーロ圏の金融経済が構造的な問題を抱えている点にも変わりがない。なかでも

非金融部門の名目GDP対比での負債残高(グロス)が依然として大きい(図表3)ことに加え、イタリアのように高水準の不良債権や主要金融機関に対する信認の低下といった問題が再浮上するケースもみられる。

もちろん、欧州債務危機以降の官民双方の対応によって、金融機関の自己資本は全体として強化されている。同時に、イタリアのような問題国でも、銀行はコア預金を安定的に調達できるようになっているだけに、システムリスクが急激に顕現化したり、それがユーロ圏内に波及したりする蓋然性はかつてに比べて低下している。

それでも、金融システムについては、システムリスクの顕現化さえ抑制できれば良

(図表 3) ユーロ圏の部門別負債残高 (対GDP%)



(資料) 欧州中央銀行、欧州委員会

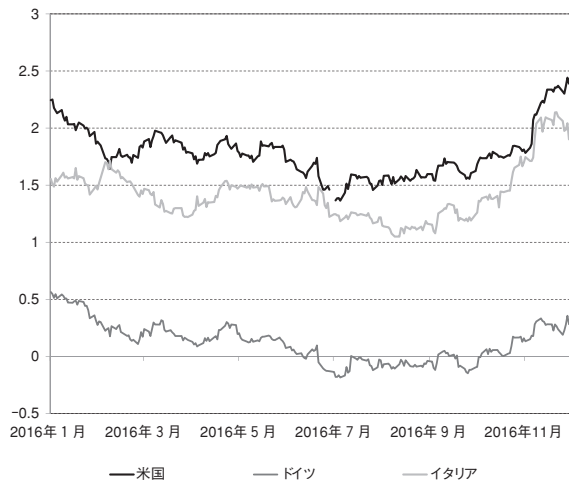
い訳ではないことは日本の経験が示す通りである。つまり、金融機関が適切なリスクテイクを行いうところまで金融仲介を回復しなければ、経済活動に必要な新規与信がなされず、マクロ的には経済成長が抑制される。そうなれば、銀行の抱える不良債権が増えるだけでなく、取引先の構造改善の遅れによって与信が固定化したり低収益化したりする結果、銀行の収益性も低下してリスクテイクが困難になる。実際、ECBは金融安定レポート (FSR) の中で、4つあるマクロリスクの中で、こうした悪循環を2番目に重要なものとして重視する姿勢を示した^(注5)。

この問題への対処に際して苦しいのは、欧州委員会による「金融機関の再生・破綻処理に関する指令」によって本年1月以降、各国

政府が公的資金を使って自国の金融機関を支援することが原則として禁止され、金融機関の破綻処理を行う場合は、株主だけでなく劣後債やシニアの無担保債を保有する債権者も一定の順序で損失を負担すること (bail-in) が求められる点である。同じくFSRが示すように、ユーロ圏には、家計や非金融法人がbail-inの対象債権を相応に保有する国があることを踏まえると、公的資金の活用を含む「外科手術」には制度的にも経済的にも高いハードルが存在することがわかる。

そうした下でユーロ圏の銀行がバランスシートの調整を進めるには、基本的には、貸出先の事業法人や家計から返済を受けつつ、自身の期間収益や引当の範囲内で与信の圧縮を図らざるを得ない。こうしたアプローチは明

(図表4) 米欧の国債利回り(10年・%)



(資料) Thomson Reuters

らかに時間を要し、その間に経済成長を抑制し続けるが、様々な制約の下でシステミックリスクの顕在化を回避することに優先順位を与える以上、「次善」の策として甘受せざるを得ない訳である。

そこでのリスクは、民間投資家によるリスク・アピタイトの変化である。民間の力で不良債権を含む銀行与信を圧縮する上では、証券化を含む資本市場の活用が有効である。しかし、仮にこうした枠組みが整備されても(注6)、実際の流動化に繋がるか否かは、買い手である民間投資家にとって投資対象として魅力的か否かにも依存する。この点からみると、米国での長期金利の上昇がユーロ圏に波及し始めていること(図表4)は歓迎される動きではない。つまり、昨年夏までのよう

に長期金利が極めて低位で、民間投資家が利回りある投資機会を捜し求めた局面に比べ、長期金利の上昇—国債のような安全資産の利回り上昇—が続けば、資本市場を通じた対応を巡る環境は厳しくなる。つまり、現在のユーロ圏にとって長期金利の上昇を抑制することは、むしろ米国以上に重要な課題である。

3. 米欧の中央銀行の政策運営

ここまで見たように、米国とユーロ圏が直面する金融経済の課題は大きく異なる一方、共通点も持っている。それは金融システムが重要な位置を占める点である。米国では、金融危機によって生じた過剰債務は家計を中心といったんは調整が進んだが、その後にクレジット市場が顕著に拡大する中で長期金利の

上昇圧力に晒され始めた。ユーロ圏では、金融危機や欧州債務危機によって生じた過剰債務が事業法人や政府において調整が進まない下で、経済の低成長や金融機関の低収益性によってサステナビリティに改めて疑問が生ずるとともに、実体経済との悪循環に陥りつつある。

〈FRBの課題〉

こうした整理を踏まえて、まずFRBについて政策課題を検討すると、拡張的な財政政策が展開される下で金融経済の安定性維持の役割を担うことが求められる。その場合の手段として伝統的な意味での金融政策の活用には支障が生ずるようであれば、ストレスの焦点が金融システムに現れることが想定されるだけにマクロ・ブルーデンス的視点が重要となる。

しかし、実際の発動には様々な課題も残る。まず、マクロ・ブルーデンス政策の発動は監督当局の会議体である「金融安定監視評議会(FSOC)」による合議で行われ、議長は財務長官、事務局は財務省の外局(OFR)であるなど、組織的には財務省主導と位置づけられている。加えて、米国ではマクロ・ブルーデンス政策の手段が事前に規定されておらず、FSOCに授権されてもいないなど、既に同様な手続きが進められているユーロ圏と状況が異なる。この点に関しては、FSOCが金融システム安定の課題に適した政策手段の行

使に裁量を有しているとの理解もありうるが、実際にマクロ・ブルーデンス政策の発動が必要になってから具体的な政策手段を検討するのでは—FSOCのように分権的な組織構成の下では尚更に—政策の実効性に不透明性がある。また、この問題を措くとしても、マクロ・ブルーデンス政策として想起される手段—例えば、LTVやDTI、レバレッジ等に関する限度の設定—は、いずれも特定の市場や業態に集中的な影響を及ぼすだけに、金融政策以上に政治的な介入を受けやすい面もある。

FSOC経由での政策に不確実性がある中で、FRBが独自に運営できる政策手段の代表は政策金利であり、その運営を金融システム安定に向けて行うことも—その望ましさについて議論は残るが—理屈の上では考えうる。ただ、新政権が政策金利の引上げに総じてネガティブなのであれば、金融政策と同じ制約が課されることになる。しかも、FRBの場合は雇用と物価を目標に政策金利を運営することが相対的に厳格に定められている(注7)だけに、金融システムの安定を主たる理由に利上げができるかという問題も生じうる。

このように、FRBに関しては、金融政策の制約をマクロ・ブルーデンス政策でカバーするといった単純な代替案は難しいことが確認された。結局のところFRBは、金融政策

あるいはマクロ・プルーデンス政策について、金融経済サイクルを超えた時間的視野の下で運営することが必要であり、そのために独立性が重要であるという基本的な考え方を新政権に理解してもらうという「王道」に戻る必要がある。トランプ新政権が新たな経済政策の効果を早期にアピールしたい意向が強い中で、こうした地味だが重要な内容に理解を得ることはもちろん容易ではないし、先に見たようにFRBの人事が徐々に新政権寄りに変化していくだけに尚更にそうであろう。それでも、FRBには金融市場という援軍もついている。金融経済に照らして適切な政策金利の引上げが行われない場合に市場が警告を発することが、FRBが新政権に対する交渉力を発揮する上での支援材料となりうる。

〈ECBの課題〉

ECBについては、不良債権の深刻な国の金融システム安定を維持しつつ、金融仲介機能を立て直し、金融政策の効果の波及メカニズムを強化することが求められる。前者に関しては、金融機関の自己資本や資産内容の点の健全性維持は各国の金融当局（あるいは各国政府）の役割である一方、ECBは不良債権の流動化や、金融機関の資金繰り、大手金融機関に対する個別監督といった形で側面から支援を行うことが期待される。ECBは欧州債務危機以降に実績を積み上げてきただけに、この点に関する不透明性は相対的に少ない。

これに対して後者には課題が残されている。この領域で取り組む必要のある対応としては、まず、事業法人や個人のバランスシート調整を促進することが挙げられる。しかし、既に見たようにユーロ圏全体あるいは（スペインを除く）主要国でもバランスシートの規模はむしろ漸増状態にある。日本の経験を踏まえると、この現象は企業や家計が低収益資産を抱えていることを示唆し、経済の低成長がバランスシート調整のコストを増加させる悪循環を生じている。

バランスシート調整の促進のためには、投資家や銀行によるガバナンスの強化などによって、企業自身によるリストラやビジネスモデルの変更がなされるようにすることが「王道」である。これに対する補完的なポリシーミックスとして中央銀行がなしうる貢献は、日米の先例を踏まえると、緩和的な金融環境の維持である。そうした環境の下で、企業や家計は、銀行や投資家の助けを受けつつ既存の負債をリファイナンスした上で、新たな低利の負債を収益や所得によって返済していくことになる。

ユーロ圏の微温な経済成長やインフレの下では、こうした金融緩和環境を妨げる内在的な動因は考え難い。そこで、ECBの課題は、ユーロ圏の金融緩和環境を海外要因から遮断すること、つまり、米国の長期金利上昇によるユーロ圏への影響を抑止することである。

(注8)。その意味でECBの政策運営においては、物価や景気といった通常の政策目標だけでなく長期金利の水準もポイントになりうるだけでなく、政策手段の面でも、「量」の面での国債買入れに対して、「金利」の面での長期金利ターゲットのような新たな要素が入り込むことが考えられる。

長期金利の上昇を抑制する方向でコントロールを行う場合、ECBは日銀に比べて難しい要素を抱えている。第一にユーロ圏は成長期待やインフレ期待が相対的に高いことである。この結果、ファンダメンタルな点で長期金利の上昇圧力は相対的に大きくなる。第二に国債保有のシェアが全体としては低いことである。従って、ストックの金利形成に対する影響度には不透明性も残る。第三にユーロ圏は国債保有に占める海外投資家のプレゼンスが高いことである。このことは、中央銀行による道徳的説得(moral suasion)の限界に繋がると推察される。そして、第四に国債市場が分断され、長期金利が区々であることである。従って、どのイールドカーブを目標にするかの選択は容易ではない。

ただし、これらの要素も固定的なものばかりではない。例えば、成長期待やインフレ期待、国債市場でのECBのプレゼンスは時間の経過とともに変化する。イールドカーブの選択も政策目標との関係で行うことは可能である。海外投資家の広がりによりECBが直接的

な対策を講ずることは難しいが、国債管理政策との連携を通じて限界的に影響を抑制することも不可能ではない。

加えて、政策手段に関しても、国債買入れが深刻に量的な制約に直面した訳ではないほか、金融システムの不安定性が高い国への配慮の観点からも、「量」の重要性は相対的に高いことを考えると、ECBが早期に「量」から「金利」への転換を図ることは考え難い。実際、ECBは今回(12月)の政策理事会で、今年4月以降も若干ペースダウンしつつも資産買入れを今年末まで続けることを決定した。しかし、長い目で見れば、ECBには日銀によるイールドカーブ・コントロールの経験を検討しつつ、長期金利の誘導を目指すインセンティブが存在すると思われる。

(注1) 例えば、大統領選でのトランプ氏の勝利は反エスタブリッシュメントの動きと理解されているが、経済閣僚の候補とされるメンバーは大規模な金融機関や事業会社の役員など、むしろエスタブリッシュメントに近い人材が多い。

(注2) インフラ投資の増加は建設現場などの非熟練労働に対する雇用機会を増やすため、経済構造調整に適応できず職や所得を失った人々にチャンスを与える点で、大きな政治的アピールを行いうる面もある。

(注3) 共和党は、党内にFRB改革—金融政策に関する「外部監査」の導入や金融政策の厳密なルール化(裁量の排除)—を求める意見が存在することも、FRBに対する圧力の材料として活用しうる。

(注4) ECBスタッフによる実質GDP成長率の見通し(2016年12月時点)は、2017年と2018年について、

各々+1.7%および+1.6%となっている。

(注5) ECBによる“Financial Stability Review”(2016年11月)を参照。

(注6) 欧州委員会は、銀行中心の金融システムからバランスの取れた金融システムへの以降を目指し、2015年から“Capital Markets Union”と呼ばれる域内の資本市場振興と統合に向けたプログラムを実施している。

(注7) 注3でみた政策運営の裁量の排除に向けた圧力を勘案すると、ハードルは一層高いとも言える

(注8) これ以外にも、新興国の金融経済が不安定化した場合に、グローバル投資家のリスク・アビタイトの低下に伴うユーロ圏の国債利回りの上昇圧力を抑制することなどが想定される。

