日米欧金融政策の課題と対応

野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト
木内　登英

1．金融政策の現状と展望

FRBが金融政策を急転換

2019年は、多くの主要中央銀行が金融緩和策を実施、あるいは緩和姿勢を強調する、まさに「緩和の１年」となった。先陣を切ったのはFRB（米連邦準備制度理事会）である。2018年には、１回おきのFOMC（米連邦公開市場委員会）で0.25%の政策金利引上げを実施する、予見可能性が高い政策変更が実施された。しかし2018年末になるとパウエル議長は、「政策金利が中立水準に近づいてきた」との判断を突如示し、利上げ局面が終わりを迎える可能性を市場に周知させた。2019年春には、FRBが政策金利の引下げを実施するとの観測が市場で強まり、実際、７月末のFOMCでは0.25%の政策金利引下げが実施された。また、この金融緩和策と整合性をとる観点からも、９月に予定していた保有資産縮小策の停止を前倒しで実施することを決めている。さらに、９月、10月と３回連続で、合計0.75%の政策金利引下げが実施されたのである。12月のFOMCでは、政策金利は据え置かれた。

FRBの金融政策が短期間で急転換した背景には、米国並びに世界経済の情勢悪化があった。さらに、パウエル議長が推し進めた金融引き締め策に不満を抱く勢力がFRB内で次第に増えていき、彼らが一種の反乱を起こした、との考えもできる。実際、３回の政策金利引下げによって、2018年２月の議長就任以降、パウエル議長のもとで進められた政策金利の引き上げ分が、概ね帳消しとなった。

〈目　次〉

１．金融政策の現状と展望
２．米国金融政策の課題と対応
３．ユーロ圏金融政策の課題と対応
４．日本の金融政策の課題と対応

強まったトランプ大統領の介入

FRBが金融政策を急転換させた背景には、トランプ大統領による度重なる緩和要求の影響もあっただろう。FRBは3回の政策金利引下げを、予防的措置と説明しているが、実際には、保険的意味合いの性格の方が強かったのではないか。

トランプ大統領は、FRBに金融緩和を露骨に迫る、いわゆる政治介入を繰り返した。それに対してFRBは、政策決定に政治の影響は受けないという姿勢を維持しているが、先行き、米国経済が悪化した場合には、トランプ大統領は大統領選挙への悪影響を和らげるため、過去のFRBの金融引締め策の実施、及び金融緩和が遅れたことがその主因だと主張することは目に見えている。そうした際に、FRBは国民からの信認を大きく失ってしまう可能性があるだろう。

こうしたリスクを軽減する観点から、つまり組織防衛の観点から、FRBは比較的小幅な政策金利引下げという、いわば証拠づくりに動いた、という側面があったことは否定できない。これは、いわば保険的意味合いの強い措置だ。

グローバルに金融政策効果が発現

FRBの3回に亘る政策金利の引下げは、米国及び世界経済の失速を回避させる効果を相応に発揮するのではないか。政策金利の引下げ幅は合計で0.75%であったが、政策変更を織り込んで長期金利は春先以降大幅に低下し、10年国債利回りの低下幅は、政策金利の引下げ幅の約2倍にも及んだ。これは、住宅、自動車など金利敏感セクターを中心に、2020年前半にかけての米国経済を下支えするだろう。

さらに、FRBの政策金利引下げは、対ドルでの自国通貨高を回避する狙いも含め、他の主要国での金融緩和策を促した。また、米国での長期金利低下は、世界全体で長期金利低下傾向を生じさせたのである。これらは、世界経済の下支えに貢献するだろう。FRBの金融政策が世界経済に大きな影響を与えており、まさにFRBの面目躍如といった感がある。

2020年は主要国で金融政策据え置きか

FRBの金融緩和策の直接、間接的な効果によって、世界経済が後退局面に陥るリスクは低下してきているように見える。なお弱さを色濃く残しながらも、2020年の世界経済は、底固めの局面となるのではないか。

その場合、2020年の主要国の金融政策は、総じて様子見となるだろう。米国、ユーロ圏、日本では、追加金融緩和策が見送られる「様子見の1年」となる可能性が高いと見ておきたい。

景気後退リスクの低下に加えて金融緩和の余地が限られることも、中央銀行が追加緩和に慎重となる要因だ。その結果、総じて財政拡張策が主な景気支援策として各国で重要性を高めていくことになるだろう。

しかし、金融緩和策が一巡するとしても、各主要中央銀行がそれぞれ大きな課題を抱えている点は変わらない。そこで以下では、米国、ユーロ圏、日本での2020年あるいはそれ以降の金融政策運営上の課題と対応策について、私見を述べてみたい。

2．米国金融政策の課題と対応

継続する金融政策への政治介入

米国の金融政策にとって当面の大きな課題は、第1に中央銀行の独立性問題、第2にトランプ政権のドル安志向、第3に金融政策枠組み見直し、の3点である。

2018年秋以降、トランプ大統領による金融政策への政治介入が絶えず続いている。それに対するFRB側からの強い反発を象徴的に示したのは、2019年8月の米ウォールストリート・ジャーナル紙に、歴代FRB議長4氏の連名で、FRBの政治からの独立の重要性、政治介入の弊害を説く論説が寄稿されたことだ。明示はされていないが、トランプ大統領への強い批判が込められている。

ここでは、目先の政治的ニーズに応える金融政策を実施すると、長期的には高いインフレ率や低い成長率など、好ましくない経済環境を生む、との研究結果が紹介された。また、金融政策が政治の影響を受けているとの認識が広がるだけでも、中央銀行に対する国民の信認が低下し、それが不安定な金融市場や経済の悪化を生む、とも指摘されている。

中央銀行の独立維持には国民のサポートが重要

ところで、トランプ大統領の政治介入を許しているのは、実は米国国民だとも言える。国民がFRBの独立の重要性を十分に理解しているならば、トランプ大統領の姿勢を強く批判するはずであり、そうなれば、大統領選挙への悪影響も踏まえてトランプ大統領はそうした行動を控えるはずだからだ。

しかし実際には、国民からの強い批判は聞こえてこない。それは、国民がFRBの独立の重要性を十分に認識しておらず、また、強い信頼感を持っていないからではないか。歴代FRB議長の寄稿は、トランプ大統領へのメッセージであるとともに、こうした国民に対するメッセージでもあったのかもしれない。

一般に国民が中央銀行の独立性の重要性を認識するのは、銀行危機が生じている時やインフレの問題が深刻な局面だ。現在の米国は、そうした局面ではない。しかしこうした有事の際ではなく、平時においても中央銀行の独立性の重要性をしっかりと認識しておくことが重要だ。

仮に国民からの理解、支持が得られないことで中央銀行の独立が脅かされれば、それは経済、金融環境の悪化に繋がり、国民に不利益をもたらす。FRB自身も、国民からの信認を高めるために今何をすべきなのか、もう一度真剣に考えてみる必要があるだろう。

トランプ政権のドル安政策にリスク

トランプ大統領は、貿易相手国が不当に通貨を切り下げた結果、ドルが歴史的高水準にまで押し上げられ、これが米国に巨額の貿易赤字をもたらしていると信じている。そして、中国に加えて日・欧などの国々でも、金融緩和を通じた事実上の通貨安政策が採用されている、との疑念を強めている。

トランプ大統領は、FRBの政策金利引下げを通じて、他国の通貨切下げ分を押し戻すドル安誘導を狙ってきた面がある。しかし、3回に亘る政策金利引下げにもかかわらず、ドル安は生じなかった。そこで、トランプ政権はドル安を狙った為替介入を実施する可能性がある。これは2020年の金融市場にとっての大きなリスクの一つと見ておきたい。

基軸通貨国が通貨安誘導のために為替介入を実施することは、非常にリスクの高い政策だ。それによって、米国からの資産逃避の動きが生じ、急速なドル安と共に株安傾向が強まり、世界の金融市場を大きく混乱させるリスクがあるだろう。

米国では財政赤字と貿易赤字が同時に拡大する「双子の赤字」問題が深刻になっており、潜在的にドルの信認は既に揺らいでいる。そのもとで、ドル売り為替介入を実施すれば、金融市場を混乱させるリスクがより高まる。こうした点から、為替介入あるいはドル安政策は採用すべきではない。

しかし仮にそうした施策がとられ、金融市場が動揺する際に、FRBがどのような政策対応ができるのかは、大きな課題だ。金融政策は、ドル暴落阻止と金融市場安定化の2つの目的の間で、立ち往生してしまう可能性もある。

FRBの金融政策枠組みの見直し

FRBは、2019年6月以降、金融政策の枠組みの見直しを議論している。この見直しの最大の焦点は、予想物価上昇率（インフレ期待）を高めることを通じて、次の景気後退時にも金融政策の有効性を維持することにある。現在の景気回復局面で物価上昇率（PCEコア）は、平均1.6%とFRBの物価目標である2.0%を下回っている。予想物価上昇率も概ね同水準と考えられている。これがさらに下振れすれば、景気後退時にFRBが政策金利をゼロまで引下げても、実質政策金利（名目政策金利－予想物価上昇率）が十分に低下せず、金融政策の景気浮揚効果が限られてしまう。その結果、ゼロ金利の状態が長期化し、いわば「日本化」のリスクも生じるのである。

見直しの具体策として、FRB内でもより多くの支持が得られそうなのは、2％の物価目標を平均的に達成することを目指すという方針を示し、実際にそうした政策運営を行なうというものだ。景気悪化局面で物価上昇率が2％を下回ることは避けがたいとすれば、景気回復局面で物価上昇率が2％を明確に上回ることを容認し、平均で2％程度になるように目指す、という枠組みだ。それによって、中長期の予想物価上昇率が2％まで高まり、

その水準でアンカー（安定）されることが期待されている。これは、「穴埋め戦略（catch up strategy）」とも呼ばれている。

しかし、物価目標を変動させるという枠組みについては、一般には分かりにくいことや、金融政策の自由度が制約されてしまう点を問題視する向きもある。

金融市場での不均衡形成への配慮が重要

ところで、望ましい物価上昇率は、潜在成長率など経済構造の変化によって常に変動するものであることから、目標値水準自体をより柔軟に捉え、必要に応じて見直す、といった姿勢が重要ではないか。高過ぎる目標値に拘わり続ければ、過度な金融緩和が金融市場の歪みを拡大させるなどの弊害を生んでしまうためだ。これは、日本銀行やECB（欧州中央銀行）など他の中央銀行にも共通して言えることだ。

また、既に述べたようにFRBが金融緩和に転じたことが、世界経済が後退局面に陥るリスクを軽減していると考えられるが、他方で、金融市場の歪み、不均衡を一層増幅させ、将来の調整リスクを高めているという側面があることは否めない。先進国の国債の3割近くがマイナス金利となるなか、金利収入を求めて投資家がリスクの高い投資を債券市場で行なう「サーチフォー・イールド（利回り追及）」の投資行動も強まっている。信用リスクを無視した社債、証券化商品の価格上昇（利回り低下）は、そこにひとたび大きな調整が生じれば、世界の金融市場を揺るがすリスクを秘めている。

FRB並びに主要中央銀行は、景気、物価の安定のみならず金融システムの安定にも十分に配慮した政策運営を行なうことが強く求められる。

3．ユーロ圏金融政策の課題と対応

積極緩和で理事会は分裂へ

ユーロ圏の金融政策にとって当面の大きな課題は、第1に政策決定プロセスの見直し、第2に、ラガルド新総裁のリーダーシップ確立、第3に、政治からの独立、である。

2019年9月の理事会でECBは、金利引下げに加えて資産買入れ再開を決めるなど、事前予想を上回る積極的な金融緩和のパッケージ策を決めた。他方、その中で、資産買入れ策を再開させることについては、ドイツ、フランス、オランダ、オーストリア、エストニアの中央銀行総裁は反対したという。また、本部理事の2名も反対したようだ。

これだけの数の反対が出る中で、総裁が政策変更を断行したことはかつてなかったのではないか。ドラギ総裁の決定は、ECBの政策決定方式に関して将来に大きな問題を残した、と言えるだろう。

問われるドラギ前総裁の政策手法

ドラギ前総裁は、2012年に「やれることは

何でもやる（whatever it takes）」という言葉で有名となった積極緩和姿勢で、欧州債務危機に揺れていた欧州金融市場の安定回復に努め、高い評価を得た。

ドラギ前総裁の任期中に、FRBの政策手法は市場との対話とFRB内のコンセンサスの２点を重視する傾向を強めていった。こうしたなか、ドラギ前総裁の政策手法は、市場との対話よりも市場の期待誘導を図るもの、政策理事会内のコンセンサスよりも総裁のリーダーシップを優先させるものであった。この点で、やや時代の流れに逆らう政策手法という側面もあっただろう。市場の期待をコントロールするという政策手法は、その後日本銀行に引き継がれた感があるが、それは失敗に終わっている。

政策理事会内のコンセンサスよりも総裁のリーダーシップを優先させるという政策手法が最も際立ったのが、2019年９月の政策理事会だった。任期終了直前の段階でこうした積極策を決め、その結果生じる政策理事会内での対立を後任のラガルド新総裁に引き継がせたのは、責任あるやり方ではなかったのかもしれない。また、政策理事会内のコンセンサスを重視しないことは、委員会制度という近年世界の中央銀行に広まった政策決定の枠組みを軽視するもの、という点でも問題だ。

いわゆる危機の際には、こうしたドラギ前総裁の政策手法は評価される面もあるが、平常時に実施された点に問題があるように思われる。

政策決定方式の見直しがラガルド新総裁の役割

ドラギ前総裁の政策運営に対するメンバーの不満は、2019年11月から始まったラガルド新体制のもとで、金融政策決定プロセスの透明性を高める新たな方式導入の議論へと繋がっている。

金融政策を決める際に正式な投票を行うことなど、決定方式に関わる制度変更を、理事会の複数のメンバーが要求している模様だ。さらに、理事会で正式に決定する前に、総裁が政策変更の考えについて事前に言及することを禁じる規定もこの要求に含まれるという。前ドラギ総裁のもとでの理事会内のコンセンサス作りを必ずしも重視しない政策手腕に対する長年の不満が、一気に噴出した形である。

金融政策運営の経験がないラガルド新総裁であるが、得意の調整能力を十分に発揮し、リーダーシップを確立することを通じて、理事会内の対立を収めていけるか、その手腕が試される。

ECBが政治介入のリスクに晒される

2019年11月の総裁就任直前のインタビューでラガルド新総裁は、ドイツとオランダに財政出動を強く呼びかけた。

ラガルド新総裁はドイツとオランダを明確に名指しして、「なぜ財政黒字をインフラ投資、教育、イノベーションの促進に使わないのか」と批判的に語り、「努力が足りない」

と一蹴した。

ドラギ前総裁が2019年９月の理事会で事前予想を大幅に上回る積極策を打ち出した背景には、金融政策としてはできる限りのことをやったとの姿勢を見せることで、各国政府にこうした財政出動を促すという狙いがあったのかもしれない。そうであれば、金融政策の効果を任期中にアピールし続けてきたドラギ前総裁は、その任期最後に、金融政策の限界を認めたことになるだろう。そして、ラガルド新総裁がドイツとオランダを名指しして財政出動を求めたのも、金融緩和の限界を意識してのことではないか。

ところで、ラガルド新総裁が今後も特定の国を挙げつつ、その財政政策に注文をつける場合には、ECBは政治からの介入をより受けやすくなることが懸念される。そもそも金融政策決定において、ECB内では各国の利害がぶつかりやすい状況にある。

ラガルド新総裁が今後も財政政策に関するこうした発言を積極的に続ける場合には、ECBの金融政策も各国からの批判の対象となり、ECBが各国利害の調整という政治的な位置づけをより強めてしまう可能性もあるのではないか。

４．日本の金融政策の課題と対応

金融政策に大きな影響力を持つ為替動向

日本の金融政策にとって当面の大きな課題は、第１に為替依存の政策からの脱却、第２に財政政策との調整、第３に正常化への道筋の３点だ。

2019年はFRB、ECBなど主要中央銀行が金融緩和を実施する中、日本銀行は本格的な金融緩和策の実施を見送った。有効な金融緩和手段が残されていない上、追加緩和を実施すれば、副作用が効果を上回ってしまうことを日本銀行が十分認識していることが、その背景にある。

しかし、一定の条件の下では日本銀行は追加緩和の実施を余儀なくされよう。その条件のうち最も重要なのは、円高進行である。

現状から円高ドル安がある程度進んでも、日本企業の国際競争力が損なわれる水準までには、まだかなりの距離がある。しかし国民は、円が対ドルで100円という心理的な節目に近づく、あるいはそれを超えれば、円高が日本経済に深刻な打撃を与えると考える傾向が強い。

円高には、輸入される食料品やエネルギー関連品の価格下落を通じて、国民生活にプラスとなる側面も、決して少なくない。しかし従来から国民は、円高のマイナス面ばかりに注目する傾向がある。それは、円高が輸出企業の活動に打撃を与え、それを通じて経済全体に悪影響を与える、との考えが強いためだ。

国民がそのように考えるようになった原因の一つは、日本の主要株価指数にあるのではないか。そうした株価指数には大手輸出企業の銘柄が多く含まれるため、円高が進むと輸

出企業の一時的な業績悪化を織り込んで、株価指数が下落しやすい。多くの国民が注目する主要株価指数は、実際には日本企業全体の状況を正確に反映する指数ではない。

当局に安易に円高対策を期待することの弊害

さらに国民は、円高進行は政府や日本銀行の失策の結果、と考える傾向が強い。そのため、選挙を意識すれば、政府は円高対策の実施を余儀なくされる。日本銀行もまた、政府や国民からの批判を避けるため、円高を容認しない姿勢を強くアピールする必要が生じるのである。

こうして、円高進行は日本銀行の政策に大きな影響を与え、追加金融緩和の大きなきっかけになる。ちなみに、仮に追加金融緩和が実施される場合には、その手段としては短期金利の引下げ、いわゆるマイナス金利の深掘りが選択される可能性が高いだろう。

2008年のリーマンショック後には、「日本銀行が金融緩和に消極的だったことが円高進行を許し、デフレを助長した」と政府、国民から強く批判された。その経験が一種トラウマとなり、そうした事態を再び繰り返すことを何としても回避したいと、日本銀行は強く考えているのではないか。そのため、経済的にはあまり意味がない１ドル100円という水準を、日本銀行も強く意識せざるを得ないのである。

過去の経験を振り返ると、こうした国民の間に染み付いた過度な円高恐怖症を背景に、日本銀行は、1970年代のニクソンショック後の円高進行時、1980年代のプラザ合意後の円高進行時に、それぞれ過剰な金融緩和を実施し、ともにバブル形成とバブル崩壊後の厳しい経済環境を生み出した。それらは結局、国民の生活を大いに苦しめることになったのである。

国民自身が行き過ぎた円高恐怖症を克服し、また円高進行時に安易に政府、日本銀行に円高対策を期待するという甘えの姿勢を修正しなければ、こうしたことが今後も繰り返されてしまうだろう。

財政ファイナンスのリスクに注目

円高進行に加えて、政府による財政出動が日本銀行の追加緩和実施のきっかけとなる可能性もある。やはり、政府や国民からの批判を回避するために、協調策としての緩和を余儀なくされるのである。

政府は2019年末に総事業費で約26兆円の大規模経済対策を打ち出した。経済情勢が比較的安定している中でこうした規模の経済対策が必要であるかは大いに疑問だ。日本銀行が協調策として直ぐに本格的な追加策の実施を余儀なくされる訳ではないが、今後、仮に円高進行や景気情勢の悪化が生じた場合には、日本銀行に追加緩和の実施を促す一因となるだろう。

日本銀行がその金融緩和策を通じて、政府による財政拡張策を側面から支援すべき、との意見も聞かれる。例えば、低金利の維持や

国債買入・保有の継続を通じて、国債利回りを低位に抑え、財政拡張策の効果を高める、あるいは財政危機発生のリスクを低下させるべき、との見解である。

しかしこうした財政ファイナンスには大きなリスクが伴うことを十分に理解すべきだ。仮に国債の利回り上昇のリスクに配慮して、日本銀行が買入れた国債の保有残高を維持する場合でも、経済、物価情勢の改善などを背景に、日本銀行が政策金利（付利金利）を引き上げていけば、その分、日本銀行に民間銀行に対する利払い負担が高まり、それは日本銀行の収益悪化、政府への納付金の減少をもたらし、結局のところ、政府の負担増加となる。

また、インフレ率が高まっても、日本銀行が買入れた国債の保有残高を維持し、さらに政策金利（付利金利）を引き上げない場合には、日本銀行は物価の安定という本来の使命を完全に捨てることになる。その場合、日本に物価及び通貨価値の番人がいなくなってしまう。それは、悪い円安進行や金融市場に不安定化をもたらし、最終的に国民生活を悪化させてしまうのである。

こうした点から、日本銀行は財政環境の安定に配慮した金融政策運営を行なうことは、厳に控えねばならない。

日本銀行は正常化を視野に

このような財政ファイナンスのリスクに加えて、低金利環境の長期化が銀行の収益を悪化させ、金融仲介機能を損ねてしまうことや、国債の買入れが国債市場の機能を低下させてしまうことなど、日本銀行は現在の金融政策の下で生じる副作用を十分に認識していると考えられる。

そのため、将来的には２％の物価目標達成に拘り続けずに、正常化を進めることを志向していよう。2016年９月以降進められている長期国債買入れの減額措置、いわゆるステルス・テーパリングは、事実上の正常化策だ。次の正常化策は、マイナス金利の解除となるのではないか。

政府が2020年夏の東京オリンピック・パラリンピック後の景気悪化を警戒していることから、その情勢を見極めた後に、日本銀行は正常化策実施の準備を始めるのではないか。最短では、2021年春頃から正常化の意図を市場に徐々に伝える、いわゆる地均しを始め、2021年後半などにマイナス金利を解除する、といったスケジュールが考えられる。当然のことながら、その際に、内外経済が安定を維持し、円高が進行していないことが必要条件だ。

しかし、仮に何らかの理由から円高が進行すれば、日本銀行は正常化策の実施に及び腰となってしまう。その場合、正常化実施に手間取っている間に世界経済の情勢が悪化し、正常化のタイミングがさらに先送りされてしまう可能性もあるだろう。

こうした点から、日本銀行は円高に過度に依存する政策運営体質から脱却することが重

要であり、また既に述べたように、国民も過度な円高恐怖症を乗り越え、為替安定に向けて日本銀行に強く頼る姿勢を改めることが重要だろう。