

米欧の金融経済情勢と 中央銀行の政策運営

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



1. 米国

〈実体経済と財政政策〉

米国経済は、足許で再びCovid-19の感染者増やそれに伴う支出行動の変動による影響を受けているが、均してみれば回復基調を辿っている。最大の牽引車は家計消費であり、小売売上高は前年の平均を既に上回っている。なかでも、自動車のような耐久財を含む財の消費はV字回復している一方、飲食や宿泊、娯楽といった対面を伴うサービスへの支出の回復は鈍い（図表1）。

消費の回復が持続し広がりを持つには、家計の所得を下支えしてきた補助金や失業保険

の上乗せといった財政支援に代わって、雇用者所得の自律的な回復が重要である。また、経済活動の抑制によって貯蓄率が第2四半期には26%に急上昇するなど、家計は手許資金を積み上げており、2020年末には2019年に比べて2兆ドル程度上振れする。この取崩しも2021年の消費を下支えすることになる。

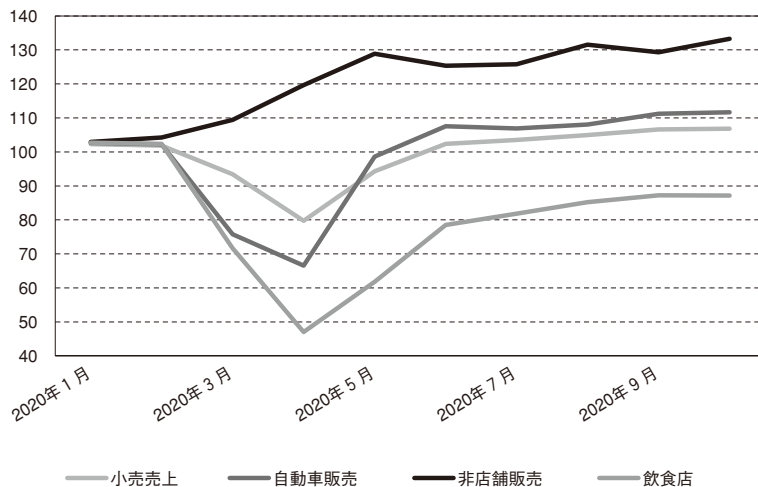
生産も相対的に底堅さを示している。特に製造業は、前年後半の減速からの回復という面もあるが、グローバルに財の流れが維持されている点や経済のデジタル化への対応による恩恵も受けて、ISMの総合指数も既に昨年平均よりも2割近く高い水準で推移している。設備投資も、第3四半期には前期の大きな落ち込みを取り返す程の反発を見せたが、米国の場合にウエイトの大きいエネルギー関連の設備投資は、市況の低迷もあってマイナスの寄与を続けている。

今後の企業活動にとっては、内需の回復だ

〈目 次〉

1. 米国
2. ユーロ圏
3. 米欧の金融政策の課題

(図表1) 米国の小売売上高 (内容別・前年平均を100とする指数)



(資料) 米商務省

けでなく海外経済の回復も重要だが、バイデン新政権による中国に対するスタンスや、エネルギー業界やIT業界に対する政策の影響も無視しえない。安全保障や人権で中国への強硬姿勢を維持するとしても、経済問題では柔軟な姿勢をとることを期待したいし、温暖化対策や独占禁止政策による企業行動への影響は中期的な問題であるように見える。

実体経済の回復傾向に加えて、ワクチン等によってCovid-19の抑制が展望されれば、景気対策に残された課題は2021年前半の下支えである。雇用や所得の支援は喫緊の課題である一方、調整に時間を要するとタイミングを逸することになるだけに、次の経済対策は民主党と共和党が合意しうる中小企業対策や失業保険の上乗せに絞った上で、早急な実施

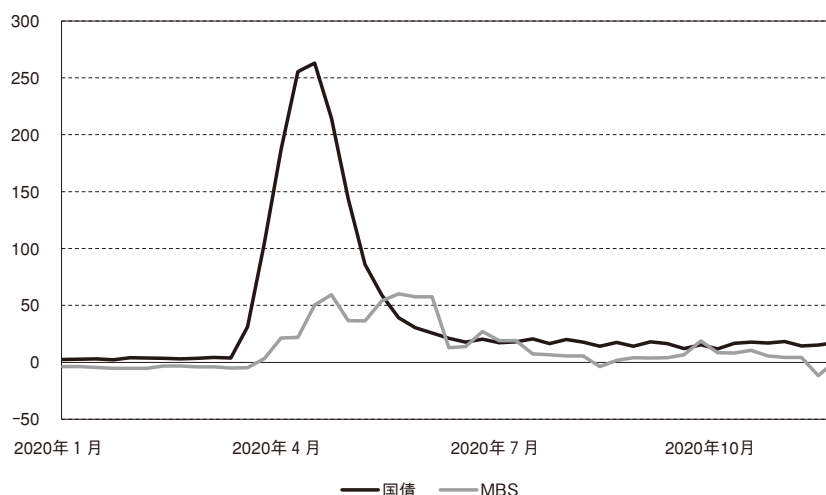
が期待される。

財政債務を巡る問題は後述するが、実体経済との関係では潜在成長率の低迷に変化が見られず、2%弱といった長期的に低位な状況にある点は気がかりである。こうした中長期的な観点からみても、設備投資の回復は重要な意味を持ちうる。

〈金融政策〉

連邦準備理事会 (FRB) による当面の政策運営は、政策手段と目的の関係に沿って整理することができる。まず、FRBは政策運営の見直しの結果として緩やかな「平均インフレ目標」を採用したので、インフレ率が2%を相応の期間に亘って超えない限りは政策金利の引上げに着手しない。実際、12月のFOMCの際には、金融政策を決定する連邦

(図表 2) FRBによる米国債とMBSの保有残高増加額 (週次・4 週移動平均・10億ドル)



(資料) 連邦準備理事会

公開市場委員会 (FOMC) の大勢がそうした環境は2023年中には整わないと予想した。

一方、FRBが2020年の春から夏にかけて財務省と共同で導入した企業や家計に対する支援策の殆どは、トランプ現政権による財政資金の有効活用の方針により、同年末で終了する。ただし、少なくとも2021年前半には景気の下支えが必要となるだけに、FRBはバイデン新政権との連携によって中堅中小企業向けの支援策(「給与保護プログラム (PPP)」)と同様な政策を、期間を絞って復活させる可能性はある。

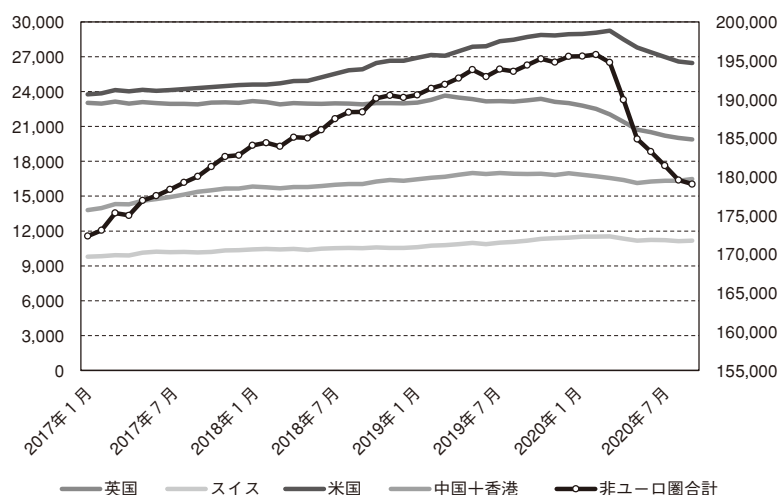
市場の焦点は国債や住宅ローン担保債(MBS)の買入れである。これらは、2020年の春に金融市場の不安定化に対して大規模に実施された。その後、金融市場は短期間で安

定性を回復したので、目的も緩和的な金融環境の維持による景気回復の促進へシフトし、巡航速度での買入れに変化している(図表2)。

米国経済が回復軌道を辿れば、資産買入れをどのように減速(テーパリング)し、停止するかが思惑を生みやすい。FRBは、2013年にバーナンキ議長(当時)による「QE3」の減速の示唆が長期金利の急騰を招いた事態の再現は避けたいはずであり、金融政策運営の見直しを巡る議論でも宿題となっていた。

12月のFOMCは、国債とMBSの買入れについて、物価と雇用に関する政策目標の実現に向けて、「さらに顕著に前進するまで」は現行のペース(各々800億ドル/月と400億ドル/月)で継続する方針を明示した。あわせ

(図表 3) ユーロ圏の相手国別輸出 (12か月移動平均・百万ユーロ)



(資料) ユーロスタット

て公表された経済見通しも踏まえると、そうした条件が満たされるのは2022年入り後となる。

つまり、2021年には、利上げの開始や資産買入の減速はまだ視野に入らず、企業や家計の支援策も年前半まで維持される可能性が大きいという意味で、強力な金融緩和政策の維持が予想される。

2. ユーロ圏

〈実体経済と財政政策〉

ユーロ圏経済は、域内主要国の間でも大きなばらつきはあるが、総じてみれば2020年秋以降のCovid-19の感染第二波に対する経済活動の抑制が厳格かつ広範囲に実施されたこともあって、足許の景況感は米国に比べても

弱く、2021年の景気回復のモメンタムやタイミングには不透明性が残る。

ユーロ圏の場合も、第3四半期のように景気回復が進んだ際の牽引車は家計消費であり、足許の小売売上高は前年の平均水準を概ね回復している。ただし、米国と同じく財の消費は回復は比較的早くかつ明確であった一方、対面を伴うサービスの回復は経済活動の抑制と緩和に即して一進一退のパターンを辿っている。

消費の持続的拡大に向けては労働市場の回復が必要だが、域内国政府が講じてきた労働時間短縮への補助金給付などの結果、労働需要の実勢はむしろ見えにくくなっている。それでも、2019年の時点でユーロ圏の失業率は7%台中盤で改善傾向が鈍化してただけに、ユーロ圏の構造失業率は現在の水準(7

%台前半)と大きく変わらず、従って経済政策によって失業率を引き下げ、雇用と所得を通じて消費を回復する余地は必ずしも大きくない可能性がある。

生産や設備投資の回復が海外経済の展開次第である点も米国と同じだが、ユーロ圏の外需には地政学的な問題もある。輸出先に占める英国や中東のウエイトは相対的に大きく、英国はEU離脱を巡る混乱、中東はエネルギー価格の低迷といった不安定性を抱える(図表3)。また、ユーロ圏のサプライチェーンで大きな役割を担う東欧諸国の経済成長力も、東南アジア諸国に比べて明らかに低い。

こうした実体経済に関する不確実性の高さとは対照的に、財政政策には明るい展望がある。欧州連合による総額7,500億ユーロの「復興基金」—正式名称は「新世代の欧州連合(NGEU)」が2021年度から域内国に対する補助金や融資を開始する。実行には各国政府が策定した経済計画に欧州委員会が承認を与えるとともに、各国からの拠出金を含む欧州連合の予算案を加盟国が承認する必要がある、後者に関しては東欧諸国からの不協和音もあるが、手続きは比較的迅速に進むことが期待される。

NGEUが将来に向けた財政統合の第一歩になるかどうかは不透明だが、2021年の景気には二つの大きな意味を持ちうる。第一に、NGEUによる支援がCovid-19による経済的打撃が相対的に大きい国—ユーロ圏内ではス

ペインやポルトガル、ギリシャ等—に重点配分されることである。景気回復のばらつきが抑制されれば、欧州内貿易の活性化を通じて欧州全体の底上げにつながる。第二に、EUが財政資金の市場からの調達を代行してくれることである。この結果、各国の財政事情による経済対策の制約も緩和され、欧州債務危機のような財政と経済の悪循環を防止することが期待される。

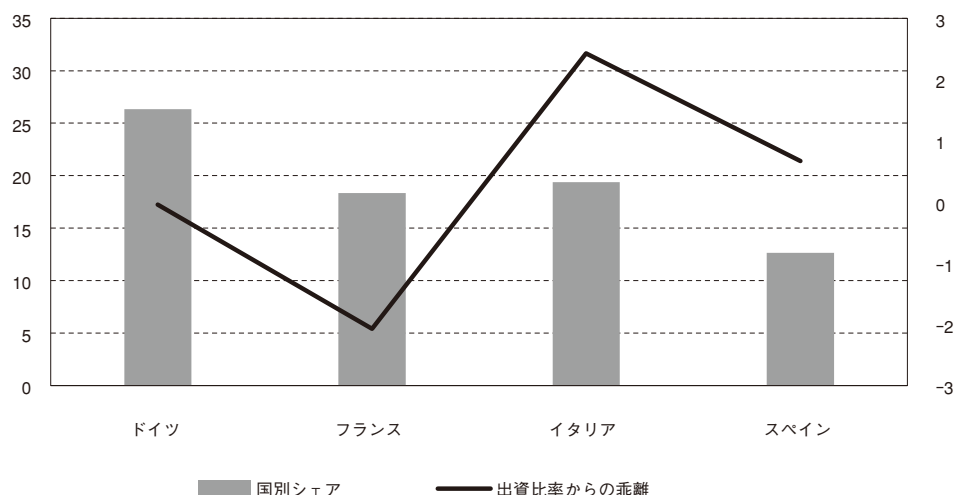
〈金融政策〉

欧州中央銀行(ECB)による政策運営についても、政策手段と目的の關係に即して整理することが適当である。ECBもラガルド総裁の就任を機に政策運営の見直しに関する議論を開始していたが、Covid-19の感染拡大に伴っていったん停止された後、2020年の秋から検討が再開され、2021年前半に結論を得ることを目標としている。

ラガルド総裁は具体的な論点への言及を抑制してきたが、物価目標の扱いが主要な論点であることには疑いがない。なぜなら、ユーロ圏のインフレ率は長期に亘って目標をクリアしていないほか、ECB特有の目標(2%より低い2%に近い)がインフレ期待の低下に影響しているとの懸念が、ECB理事会の議事要旨で示されてきたからである。

構造的な低インフレの下でもインフレ期待を目標近傍にアンカーする上では、実際のインフレ率が目標を安定的に上回るまで利上げ

(図表 4) PEPPのうち国債買入れのシェアと出資比率からの乖離(%, %ポイント)



(資料) 欧州中央銀行

を行わない方針を示すことが有力な選択肢となる。その意味で、ECBも「平均インフレ目標」に実質的に近い考え方を採用する可能性は大きい。そこで、ECB執行部による12月時点の見通しが2023年でもインフレ率が1.4%に止まるとしていることも考慮すれば、利上げ開始の環境が整うのは2024年以降となる。こうした見方は既に市場で共有されているだけでなく、一部には2021年中にマイナス金利の深堀りがありうるとの見方すら存在する。

一方で、ECBは、12月の理事会で企業への資金の流れを維持すべく運営してきた「貸出条件付き長期資金供給オペ (TLTRO III)」を2021年末まで維持することを決めた。2020年の初夏以降に銀行貸出が顕著に増加した点で、TLTRO IIIは所期の効果を発揮した。た

だし、予備的な資金ニーズの落ち着きとともに貸出需要には減速感がみられ、域内国政府による債務保証制度が徐々に終了していく中で、信用リスクの高い企業への貸出を促進する意味合いを持ちかねない点には注意すべきである。

これに対し、ユーロ圏でも焦点は資産買入れである。このうちウエイトの高い国債買入れについては、ECBは2020年の春以降、「公共債買入れプログラム (PSPP)」の増額に加え、「感染症抑制買入れプログラム (PEPP)」を実施している。PEPPは、市場の思惑による域内国債の利回り格差の拡大を抑制することを目的として導入されたが、金融市場が安定性を回復するとともにそうした目的の重要性は徐々に低下してきた。従って、危機対策としてのPEPPは減速したあと終了して、そ

の後にはPSPPの継続によって景気対策の促進を図るというのが合理的な考え方である。

しかし、12月の理事会でECBはPEPPの買入れ枠を5,000億ユーロ増やした上で、2022年3月まで延長することを決定した。ラガルド総裁は、ユーロ圏経済が2021年中にCovid-19の集団免疫を獲得し、その後に本格回復するとの見通しを示すとともに、PEPPを継続的な金融環境の維持による景気対策として活用する考えを示した。また、PEPPの買入れペースや国別配分の柔軟性を最大限活用する考えも示した（図表4）。

この結果、2021年だけに着目すれば、PEPPとPSPPの双方が維持される点で資産買入れの不透明性は低い。しかも、利上げの開始までには数年を要し、TLTRO IIIも2021年末まで実行される点で、2021年中は強力な金融緩和政策の維持が予想される。

■ 3. 米欧の金融政策の課題

〈資産価格上昇の下での金融緩和〉

上記のように米欧では2021年に強力な金融緩和が維持されるだけでなく、そうした状況が数年に亘って継続するとの見方が強まっている。その背後では、株式や居住用不動産などの資産市場に過熱感が生ずるリスクも意識されるようになってきている。

パウエル議長やラガルド総裁は、資産価格の上昇には企業業績への期待などの合理性が

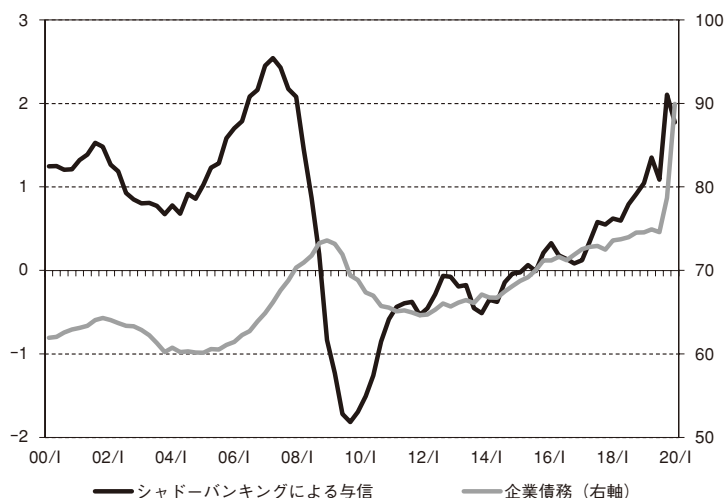
あるとの考えを示唆するとともに、仮に過熱感が生じて、まずはマクロ・ブルーデンス政策で対処する方針を確認している。しかし、そうした考え方は合理的であるとしても実効性に問題も残る。なかでも注意すべきなのは、米国でシャドーバンキングが顕著に拡大している点である（図表5）。

2020年春に米国の金融市場が不安定化した際にも企業や家計への資金の流れが途絶しなかったのは、FRBが大規模な資金供給を機動的に行ったことに加え、強化された金融規制の下で銀行システムが自己資本や流動性の面で頑健性を発揮したことによる面が大きい。もっとも、金融市場の不安定化の契機は、FRBの金融安定報告が分析したように、ミューチュアルファンドやMMFによる保有資産の換金売りやヘッジファンドによるリスク軽減のための資産売却であったことも明らかになっている。

長期に亘る低金利環境の下で、レバレッジの拡大による利回り追求がシャドーバンキングで蓄積されたことが確認された訳であり、こうした現象が再現する蓋然性は高い。しかも、銀行システムに比べて規制や監督の緩やかな領域でのリスクテイクを有効に抑制する手段は金融環境のタイト化であるが、景気回復の促進を目指すFRBが、逆資産効果と企業や家計のマインドの毀損を伴う資産価格の調整に踏み込むとは考えにくい。

このためFRBには、マクロ・ブルーデンスの視点からシャドーバンキングに対する規

(図表 5) 企業債務とシャドーバンキング (対GDP比%・フロー兆ドル)



(資料) 連邦準備理事会

制を再検討する必要性が生じており、他の監督当局との調整等のために時間を要するのであれば、少なくとも、FRB自身がシャドーバンキングをより細かく高頻度で監視しうる枠組みを早急に導入する必要がある。

〈危機対策に伴う過剰債務の防止〉

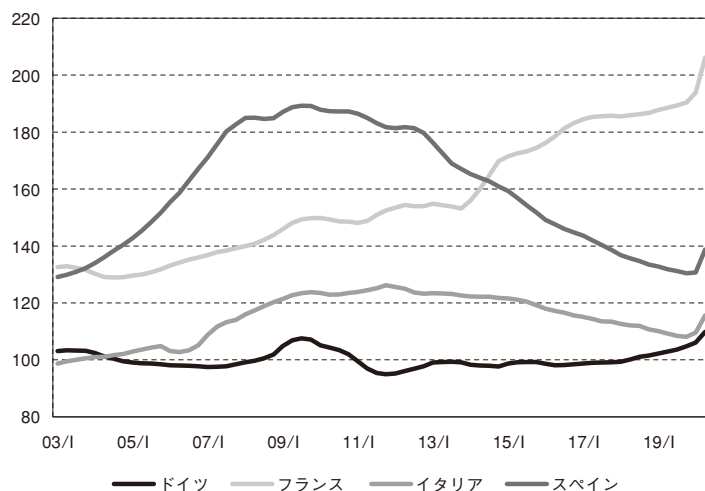
2020年に米国や欧州の政府は企業に対して大規模な財政支援を行い、中央銀行による与信支援策や緩和的な金融環境の維持によって企業は多くの借入れを行った。これらは実体経済の回復を支えた一方、政府や企業の債務は大きく増加し、税収や企業収益がこの間の落ち込みを埋め合わせることは困難である以上、債務は中期的に残存する。世界金融危機後に既に大きく増加した政府や企業の債務がここで一層増加したことも市場では懸念の声

が聞かれる。

このうち財政債務に関しては、米欧ともに短期的には安定化要因も存在する。米国ではバイデン新政権による財政拡張に議会で歯止めがかかることが期待されるほか、より広い意味の「ドル離れ」も、代替的な受け皿の乏しさや経済成長率の相対的な高さによってリスクは抑制されうる。ユーロ圏でも、NGEUの導入によって域内国の財政状況の相対的な脆弱性への懸念が低下するほか、NGEUによる「共通債」がグローバルな投資家の需要を喚起することも期待できる。

より大きな問題は企業債務である。米国の残高は(図表5)から明らかなように既往ピークの水準に達し、FRBも懸念するように低格付の企業による債務の増加ペースが高い。また、ユーロ圏主要国での残高は、本格

(図表 6) ユーロ圏主要国の企業債務 (対GDP%)



(資料) 欧州中央銀行

的な金融機関の再編を経験したスペインを除くと、欧州債務危機後にも目立った調整が行われなかった点に加え、企業収益の伸びが相対的に低い点で一層懸念が大きい（図表 6）。その上で、ここまで膨張した企業債務に対しては、企業破綻や失業の増加といった負荷を伴う短期間での調整を目指すのではなく、一層の拡大を有効に抑制しつつ、経済成長率との関係で合理的な水準へと徐々に収斂させることが現実的である。

米国における企業債務の増加は、低金利環境下での投資家による利回り追求によって支えられている点でシャドーバンキングの拡大とも表裏一体であるだけに、FRBに求められる対応は前節でみた通りである。これに対し、ユーロ圏の金融システムは銀行中心であるだけに、ECBの対応には異なる切り口が

必要となる。

この点に関しては、ECBの金融安定報告が分析したように、強化された規制や監督によって銀行システムの頑健性は向上しているので、企業債務の調整が生じて、総じてみれば信用コストの上昇を吸収しうると考えることもできる。もっとも、同じくECBの貸出サーベイが示すように、銀行は信用コストの上昇懸念に貸出の抑制で対応しつつある。また、ユーロ圏には、世界金融危機や欧州債務危機によって生じた不良債権の処理に時間を要している国も残存している。

そこで、銀行システムが企業債務の漸進的な調整を下支えするには、予防的な資本注入を円滑に実施する枠組みが有効である。しかし、域内の多くの国で政権が不安定化している中で政治的な支持を得るのは難しいかもし

れない。加えてNGEUによる支援でも銀行システムの強化は明示的に念頭に置かれていない点を考えると、欧州レベルでの取組みが重要だ。その意味では、12月の欧州首脳会議で、「単一破綻処理基金」を通じた資本注入の枠組みを強化するため、欧州安定機構（ESM）によるクレジットラインの設定に合意したことは、前向きな動きと評価できる。

欧米の中央銀行が実体経済の観点から強力な金融緩和を堅持しようとするれば、金融システムの安定維持も同様に重要となる。市場での過度なリスクテイクを抑制し、企業債務の円滑な調整を促すことは、景気回復の持続性を高めるために大きな意味を持つ。

