

米欧の金融政策の展望と課題

野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部 シニア研究員

井上 哲也



1. 米国の金融政策

〈利上げの新たな局面〉

米国の連邦準備理事会（FRB）は、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）でFFレート誘導目標を4.25～4.5%へと引き上げることを決定した一方、利上げ幅は0.5%ポイントに縮小し、既往の迅速な利上げを終了する方針を示した。

パウエル議長は、政策金利が中立水準（FOMCの平均的な見方は2.5%）を大きく上回る状態に達したことを踏まえ、金融引き締めが経済や物価に及ぼす影響を精査する必要があるとの考えを示唆した。FRBによる利

上げは2022年の3月に開始したばかりであり、政策効果の顕在化までには最長で1年を超える時間的ラグが存在する可能性があるだけに、FRBとしてはこれから本格化する経済や物価に対する下押し圧力を適切に評価する必要がある。

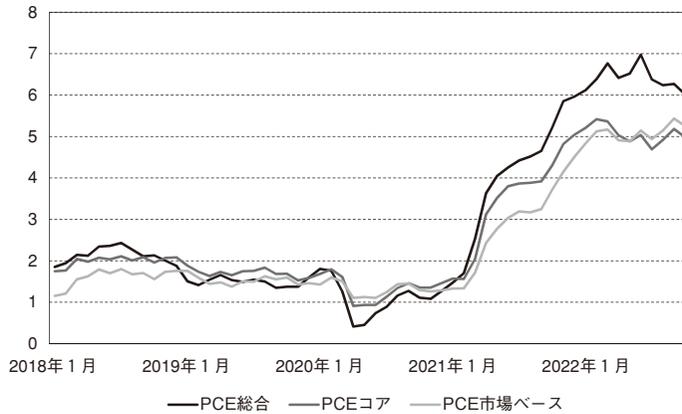
政策効果に関しては金融安定への影響も無視しえない。金融市場のように金融政策に対する感応度が高い領域では、利上げによる資産価格の広範かつ大幅な調整が2022年を通じて生じてきた。これに対し、資金調達コストの上昇や資金調達の困難化が金融安定に与える影響はこれから本格化する。特に今次局面では、FRBが11月に公表した金融安定報告も指摘するように、大きな負債を抱えた状態で高金利に直面する民間企業への影響も注視する必要がある。

もともと、12月のFOMCの声明文は、これで利上げが打ち止めになる訳ではなく、従来よりも緩やかなペースながら当面は利上げ

〈目 次〉

1. 米国の金融政策
2. ユーロ圏
3. 米欧に共通する課題

(図表1) PCEインフレ率(前年比%)



(資料) 米国BEA

を続ける方針も明記した。言うまでもなくその理由は、インフレ率に減速の兆しがみられるとは言え、依然として2%の政策目標を大きく上回っていることにある。

実際、エネルギーを含む国際商品価格が軟化したことで、輸入インフレ率は明確に鈍化しつつあるが、FRBが政策目標との関係で重視する個人消費支出(PCE)インフレ率は、コア(除くエネルギー、食品)でも10月時点で前年比5%であり、足元の鈍化ペースは鈍い(図表1)。この点は米国のインフレの要因が国内要因にあることを示唆しており、FRBも賃金上昇とその背後にある労働需給の動向を注視している。足元の雇用統計によれば、雇用者数の増加ペースは2022年前半より減速したが底堅く、広範な業種で前年比の賃金上昇率が5%を上回る状況が続いている。

加えて、FRBは、インフレ率が2%目標を上回る状態が継続すると、企業や家計によ

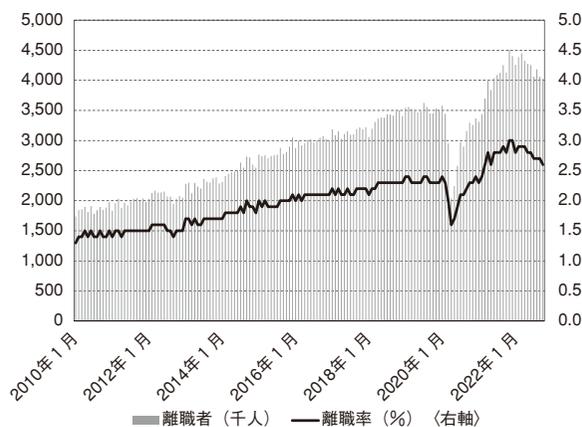
る中長期のインフレ期待が上方に不安定化する点を強く警戒している。そうなると、価格と賃金のスパイラル的な上昇が生じ、その修正にはより強力な金融引き締めが必要となるからである。こうした対応は経済活動や金融安定の面で深刻な副作用を伴うだけに、FRBがそれを避けたいのは当然であり、インフレ期待を牽制する意味で当面は金融引き締めの継続が有用と判断している訳である。

これらの点を踏まえると、FRBは2023年の前半のFOMCでもこれまでよりは小幅な利上げを継続する可能性がある。仮に2023年の利上げ幅が0.25%ポイントまで縮小されたとしても、政策金利のピークは5%台前半となる。いわゆるドット・チャート(後述)も2023年末の政策金利が5.1%と予想している。

〈その後の政策運営〉

FRBにとってより重要で難しいのはその

(図表2) 離職者と離職率 (千人・%)



(資料) 米国BLS

後の政策運営である。

金融市場では、2023年の終盤にはFRBが利下げに転ずるとの期待が根強い。その根拠としては、景気後退が深刻化するだけに、FRBも対応を余儀なくされるとの見方があるようだ。確かに、既往の金融引き締めによる経済活動の下押し効果が本格化するだけでなく、中国や欧州を中心とする海外経済の本格回復も見込みがたい点で、米国経済を取り巻く状況は必ずしも好ましいものではない。

一方で、家計の消費を中心とする内需は底堅さを維持することも考えられる。上記の金融安定報告が指摘するように家計の資産は依然として健全であり、金融引き締めによる資金調達コストの上昇による影響を従来よりも受けにくい構造にある。しかも、雇用の増加や賃金の上昇が相応に継続すれば、家計の消費は所得面からも下支えされることも考えられる。

景気後退局面に雇用の増加が生じる蓋然性

には違和感もあろうが、今回局面の労働市場が異例な特徴を有する点を考慮する必要がある。

2020年春以降、米国の離職者数は前例のない増加を示した後、依然として2019年以前の状況に戻っていない(図表2)。離職者の増加の理由は、サービス業を中心とするコロナ感染への懸念や米国政府による失業給付の強化等の様々な支援にあり、現在はこれらの影響が解消するとともに離職者が労働市場に戻る過程にあるとみられる。しかし、企業がこれまで充足できなかった雇用を満たそうとする可能性も含めて、前例のない事態であるだけに先行きの不透明性は高い。

仮に、2023年も雇用の増加が続けば、経済活動全般が景気後退に陥ったとしても、FRBの政策目標の一つである「最大雇用の実現」は実現した状態が維持されることになる。

また、雇用の増加が生じるか否かに関わらず賃金の上昇が生ずる可能性にも注意する必

要がある。なぜなら、景気後退によって企業の労働需要が減少しても、家計の労働供給も上記のように回復しないようであれば、労働需給の緩和が実現するまでにより長い時間を要する可能性があるからである。

そうなれば、2023年にはエネルギーを含む輸入物価の既往の上昇圧力が解消し、その分だけインフレ率が低下するとしても、賃金を中心とする国内のインフレ圧力がなかなか解消せず、全体としてのインフレ率の減速も緩やかに止まる可能性が生じる。このような見方は、12月FOMCにメンバーが提出したインフレ率見通しとも相応に整合的となっている。

FRBがこうしたリスクを意識した場合、金融市場が期待するような早期の利下げ転換の可能性は低下する。なぜなら、多少減速したとしても2%目標を大きく上回るインフレ率が維持されるようであれば、企業や家計の中長期のインフレ期待が不安定化するリスクが残るからであり、先に見たようにFRBとして最も避けたいシナリオであるからだ。

つまり、2023年には景気後退や企業を中心とする金融安定の問題があるだけに、FRBも利上げを停止することは必要だが、直ちに利下げに転ずるのではなく、金融引き締めの状態を相応に維持することにも合理性が生じうる。実際、12月FOMC後に公表された「ドット・チャート」（今後の政策金利の推移に関するFOMCメンバーの予想）をみても、政策金利の高止まりを想定する向きが少なくないことが示唆される。

■ 2. ユーロ圏

〈利上げの新たな局面〉

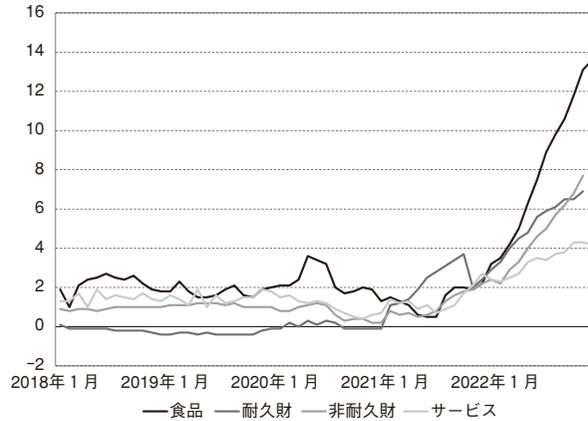
欧州中央銀行（ECB）も、12月理事会で資金供給オペの金利を2.5%に引き上げることを決定したが、利上げ幅は0.5%ポイントに縮小し、FRBと同じく既往の迅速な利上げを終了する方針を示唆した。

ECBの場合は、今回の利上げによっても政策金利がなお中立水準の近傍にある点でFRBと異なる。実際、市場金利と密接な連動関係を有する預金ファシリティの金利は、今回の利上げによって2%となり、これは理事会の有力メンバーであるフランス銀行のビルロワドガロー総裁が示唆する中立金利の推計レンジ（1～2%）の上限に相当する。

つまり、ECBは金融引き締め領域に到達する前に利上げの方針を修正することになるが、その最大の理由はユーロ圏経済に関する先行きの不透明性が米国に比べて顕著に高いことにある。なかでも、ウクライナ戦争が長期化する中で、ロシアからのエネルギー確保に大きな不確実性が残る点は、既に域内の家計や企業のセンチメントを顕著に悪化させており、消費や設備投資への下押しが継続する恐れがある。

ECBの政策目標は、FRBと異なり物価安定のみであるが、フランスのマクロン大統領を含む域内の首脳からECBに対して景気後退への配慮を要請する声が強まる中では、ECBも単純に2%のインフレ目標の達成の

(図表 3) 主な項目別のHICPインフレ率 (%)



(資料) Eurostat

みを目指して迅速な利上げを続けることは難しい。逆に言えば、ECBは既にこうした外部環境を想定した上で、まずは金融政策の中立化を急ぎ、12月理事会でそれを達成したと考えることもできる。

その上で、ECBの場合も、この時点で既往の利上げの効果を精査することには意味がある。第一に、ECBが利上げを開始したのは2022年7月であり、米国と同様な時間的ラグを考慮すれば、経済や物価への効果はこれから本格化するからである。第二に、ECBの金融安定報告が指摘したように、長年にわたって上昇してきた住宅価格が金利上昇によって調整局面に入った場合、家計や金融機関に相應のストレスが生ずる可能性もあるからである。

一方で、ECBの12月理事会の声明文も、利上げが打ち止めになる訳ではなく、従来よりも緩やかなペースながら当面は利上げを続ける方針も明記した。その理由は、当面のイン

フレ圧力が米国よりもむしろ強い点にある。

ユーロ圏の場合は、エネルギーの構成や調達源の問題、既往のユーロ安の影響等もあって、輸入インフレ率の鈍化が米国ほどには明確でない。さらに、これまでは前年比で3%前後に抑制されてきた賃金上昇率が、生活費の高騰に対する家計の強い不満や公的部門の賃上げ対応の波及効果などもあって、2023年には一段と加速する可能性がある。

このため、EUの統一基準による消費者物価 (HICP) インフレ率は、足元でわずかに減速の兆しはみられるが、11月時点でユーロ圏全体で10.1%と米国を明確に上回り、価格上昇圧力がエネルギーや食品だけでなく工業製品やサービスへと波及しつつある (図表3)。

現時点では、ECBにとって幸いにも家計や企業の中長期のインフレ期待は概ね安定を維持しているとみられる。しかし、ECBの場合も、インフレ率が2%目標を大きく上回

る状態が継続するとインフレ期待が上方に不安定化するリスクを警戒しており、そうしたリスクを抑制する意味では金融引き締め継続が有用となる。

これらの点を踏まえると、ECBも2023年の前半の理事会では小幅な利上げを継続する可能性がある。ラカルド総裁が示唆したように0.5%ポイントの利上げを続けると、預金ファシリティ金利で見た政策金利のピークは3%台中盤～後半となることが見込まれる。

〈その後の政策運営〉

ECBの場合は、その後の政策運営がFRB以上に難しい課題となる。

この点に関しては、エネルギー調達の不確実性を主因とする2023年春にかけての最も厳しい局面を何とか乗り切れば、ECBは物価安定の課題に専念することが可能となり、そのために必要であればより強力な金融引き締めも可能と考えることもできる。ユーロ圏では、異例に温暖な気候のためにエネルギー不足が深刻化していないことや第3四半期のGDP成長率が予想ほど悪化しなかったこともあって、足元で景気に対する警戒感が若干和らいでいる。一方で、インフレ圧力はこれから顕在化する面も少なくないだけに、家計や企業のインフレ期待を抑制する上でも、ECBには金融政策の柔軟性が有用である。

しかし、ECBの政策運営を取り巻く環境はそう良好ではない。まず、2023年のユーロ圏経済を取り巻く環境は米国以上に厳しい。

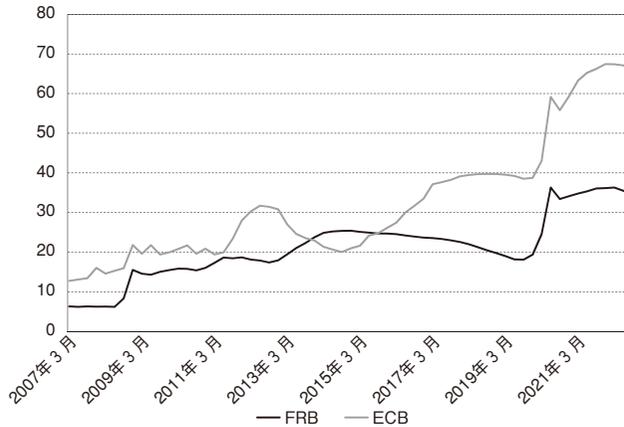
上記のように賃金は相応に増加するとしても、米国のように労働需給の深刻な不均衡がある訳ではないので、雇用の底堅い増加が継続する見込みは低い。また、ユーロ圏にとって重要な輸出先である中国や英国、東欧諸国の景気回復が見込めないとすれば、外需の回復も期待できず、生産や設備投資を通じた企業活動の回復を妨げることになる。

そうした状況では、ECBが既に引き締め領域に入った政策金利を引き上げることへの政治的な抵抗は一層大きくなるだけでなく、利上げによって総需要を抑制してもインフレ圧力が抑制されにくい点で、合理的な説得力が弱まる可能性が高い。

もう一つは、ECBが12月理事会の決定を踏まえて量的引き締めを本格化することだ。ECBはFRBほどには政策金利の最高到達点が高くないだけに、次の景気後退局面における利下げの余地も少なく、再び量的緩和に依存せざるを得なくなる蓋然性が高い。ECBの資産規模は既に域内GDPの約65%に達し、FRBが量的引き締めを開始する直前の約37%を大きく上回るだけに、今のうちに量的引締めによって保有資産を削減しておくことには意味がある（図表4）。

ECBは、既に10月理事会で、銀行貸出の促進のために運営してきた貸出条件付き長期資金供給オペ第三弾（TLTRO III）の適用金利を政策金利に連動する形で引き上げ、銀行による期前返済を促す措置を講じている。このオペの残高は2兆ユーロを超え、ECBに

(図表4) ECBとFRBの総資産規模(対名目GDP%)



(資料) ECB, Eurostat, FRB, US BEA

よる資金供給の3割強を占めるだけに、残高の縮小が前倒しで進めばECBの資産規模の削減に寄与する点で、実質的に量的引き締めとしての意味を持つ。

それでも、ECBの量的引き締めの「本丸」は、景気や物価を刺激するため2022年7月初まで実施し、現在の残高が3兆ユーロ弱に達する資産買入れプログラム（APP）による保有資産の削減である。ラガルド総裁は10月理事会で議論することを予告していたが、英国発の長期金利の不安定化を踏まえて先送りした後、ようやく12月理事会で基本方針を示したわけである。

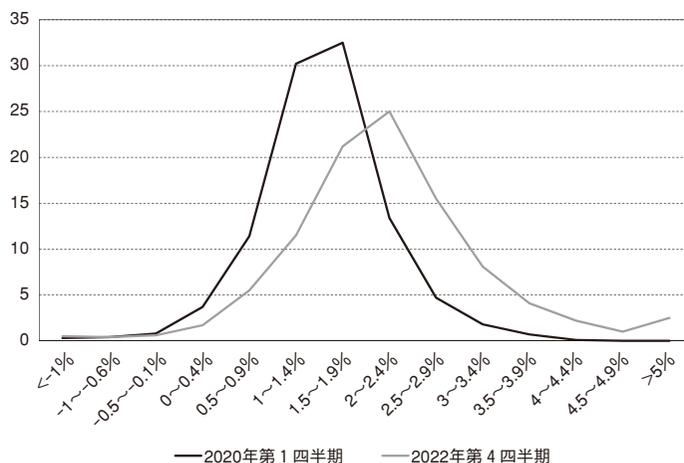
APPに関する量的引き締めは、満期の到来した保有国債等の償還によって行うほか、毎月の減少額に上限（当初は150億ユーロ）を設け、実際の償還額がそれを上回った場合には限定的な再投資を行うなど、FRBによる先例と同じく、金融市場へのインパクトを抑制す

る工夫が加えられている。また、域内国債の金利が投機的な動きを示した場合、ECBには、コロナ対策で導入したパンデミック緊急資産買入れプログラム（PEPP）の再発動や2022年7月に導入した政策波及保護手段（TPI）による資産買入れの発動といった対策がある。

それでも、2023年の域内国政府には、エネルギー価格の高騰や景気減速に対して財政支出を拡大させる誘因が残るため、財政状況の健全性が低い国々を中心に国債利回りの上昇圧力が高まるリスクは残る。こうしたリスクが顕現化すれば、景気後退を長期化させるだけでなく、銀行の国債保有や住宅価格など金融安定に関わる領域にもストレスが生じうる。従って、ECBが量的引き締めを本格化する以上、長期金利の上昇圧力を一層強めるような政策金利の顕著な引き上げは難しいとみられる。

つまり、ECBの場合も2023年中に利上げを停止した上で、インフレ圧力やインフレ期

(図表5) ユーロ圏のエコノミストによる5年先の期待インフレ率(%)



(資料) ECB

待の動向、量的引き締めの影響等を見ながら、政策金利を引き締め水準に維持するかどうかを判断することが展望される。上記のような検討を踏まえると、ECBが2023年中に政策金利を中立方向に戻す可能性はFRBよりも高いと考えることもできる。

■ 3. 米欧に共通する課題

〈インフレ期待の把握〉

FRBとECBの双方にとって、2023年の政策運営はインフレ期待の安定を維持しうるかどうかに依存する面が大きい。また、双方の中央銀行ともに高インフレの長期化がインフレ期待の上方への不安定性を招く事態を懸念している事実は、米欧であっても日本と同じく「適合的なインフレ期待の形成」の仮説が当てはまることを示唆している点で興味深い。

その上で、中央銀行が経済全体のインフレ期待を正確かつタイムリーに把握することは、実務的には容易ではない。家計や企業、金融市場の各々が異なる期待を形成するだけでなく、サーベイ調査や計量モデルなど主たる推計手法は様々なバイアスを伴うからである。加えて、今回のように物価の先行きに上下双方の不透明性が高い局面では、インフレ期待のばらつきも大きくなり、中心的な期待の意義も低下しやすい(図表5)。

そこで、FRBやECBにとっては、インフレ期待の直接的な把握を追求するよりも、経済行動に織り込まれたインフレ期待を推察する方が実務上は有効となりうる。その具体例は、言うまでもなく企業や家計による価格や賃金の設定行動である。こうした行動と、企業の生産コストやマージンの状況、あるいは家計の生活コストや所得の状況を対比させれ

ば、企業や家計が物価の先行きをどう見ているか推察することができる。

そのためには企業や家計による価格や賃金の設定に関するマイクロデータを、大量かつ迅速に収集することが必要であり、既存の経済指標やサーベイ調査はこれらの課題に十分に対応できていない面がある。これに対し、既に主要国の中央銀行は、コロナ期の経験も活かしつつ、小売業や職業紹介業などが保有するデータなどを活用する方向を示している。今回の局面はこうしたオルターナティブデータを金融政策の運営に活用する上で重要な試金石となる可能性がある。

〈政策運営のコミュニケーション〉

金融市場には、FRBやECBに対して先行きの政策運営に関する具体的な予告を求める意見がみられる。

その理由の一つは、金融緩和期を通じてFRBやECBがフォワードガイダンスを多用した結果、金融市場ではそれが常態との理解が定着したことにある。双方の中央銀行は、政策金利の引下げに各々の限界がある中で、政策金利を物価目標の達成と紐づける形で低位に維持する方針を明示した結果、極めて予見性の高い政策運営がなされていた訳である。

政策運営の具体的な予告には、中央銀行にとってコンセンサス形成の容易さというメリットもあったと思われる。特にECBのように域内国の経済や物価のばらつきが大きく、従って政策運営に関する意見が分かれやすい

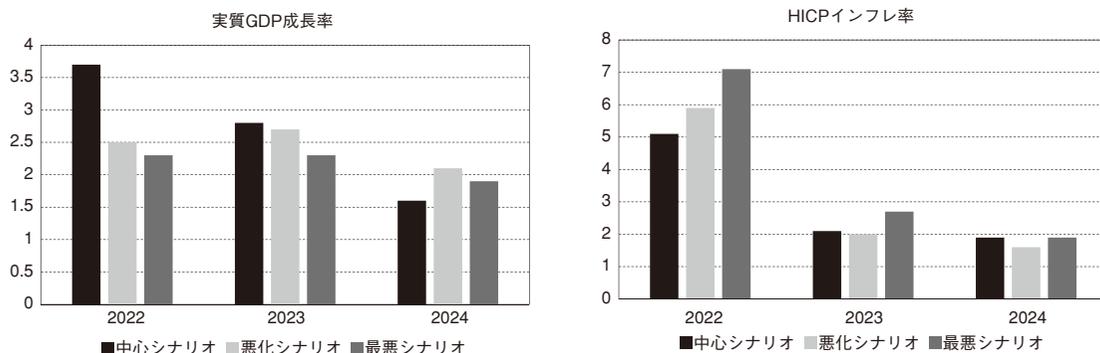
組織の場合は、毎回の理事会で白紙から議論するよりも、既定の方針に即した政策運営を粛々と実施することによる効率性のメリットは無視しえない。

しかし、2023年のFRBとECBが、先行きの政策運営についてそのタイミングも含めて具体的な予告を行うことは最早不可能である。経済や物価の先行きに関する不透明性が高い環境では、政策運営に関する予告を信じて消費や設備投資を行った企業や家計は、結果的に想定外の金融環境に直面する恐れがあるほか、金融市場も、長期金利や資産価格のベンチマークとなる政策金利の見通しが揺れ動くことで不安定化しうる。このため、中央銀行が企図する政策効果が発揮できないとか、政策運営を再検討せざるを得なくなるといった副作用を有する。

実際、既に2022年中にも、FRBやECBは政策運営に関する自らの予告を再三にわたって事後的に修正する事態に陥ったわけであり、パウエル議長もラガルド総裁も、今後の政策は経済や物価の展開に即して柔軟に運営する必要があるという意味で、いわゆる「データ依存」の考え方を強調している。

新たな環境の下で中央銀行と家計や企業、金融市場が共有すべき内容、あるいは共有できる最大限の内容は、今後の政策運営の具体的な対応やタイミングではなく、中央銀行が経済や物価の展開に対してどう対応するかという方針である。こう書くと複雑な印象を与えるかもしれないが、要するに実際の動きの中でどん

(図表6) 経済見通しのシナリオの例 (ECBがウクライナ開戦直後に公表・前年比%)



なりリスクを重視し、どのような政策対応を想定しているか—中央銀行の「政策反応関数とは何か」—についての理解を共有することである。

この点に関して技術的には、ECBの場合、政策金利の中立水準についての考え方をもう少し具体的に示すことも有用だ。確かに、域内国の金融経済構造にばらつきが大きいいため、ユーロ圏全体としての中立金利を示すことには難しさや意義の点で課題があることは否定できない。それでも、現在ないし将来の政策金利が引き締め領域にあるかどうかに関する理解をECBと家計や企業、金融市場が共有することは、経済や物価の展開に対するECBの「政策反応関数」を適切に理解する上で重要性が高い。

その上で、FRBやECBはともに新たな局面のコミュニケーションに関して、コロナ期の経験を活かすことができる。つまり、2020年には経済や物価の先行きが極めて不透明となる中で、各中央銀行は通常のような中心見通しに加えて、複数のリスクシナリオを併せ

て提示する試みを実践した(図表6)。これらの各々に政策運営の方針を相応に紐づけることができれば、企業や家計、金融市場は実現したシナリオに即して中央銀行による政策運営を適切に想定し、それに応じた経済活動を行うことが可能になる。仮に想定外のシナリオが実現した場合にも、類似するシナリオをもとに政策対応の方向性や強度に関する相応の手がかりを得ることができる。

〈おわりに〉

欧米の中央銀行が、長期にわたる金融緩和の後に本格的な金融引き締めを進める中で直面する課題や対応とその効果に対する評価は、これから金融政策の正常化に向かう日本にとって貴重なデータと教訓を提供することになる。その意味でも、2023年の米欧での金融政策の運営を注視することが重要となる。

