

日米欧中央銀行の金融政策 (2015年の課題)

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



日米欧の中央銀行は、景気回復の相違を映じて異なる政策を展開している一方で、金融危機後の非伝統的金融政策に根差す共通の課題に直面している。本稿では、各中央銀行による2015年の政策を展望するとともに、共通の課題に対する取り組みを検討する。

1. 米国

実体経済が景気回復のパスを着実に辿っていることは、FRBが注視する雇用情勢だけでなく、消費や生産など幅広い経済指標から確認できる。ここへきて景気の堅調さが鮮明になったのは、財政支出の強制削減や2014年

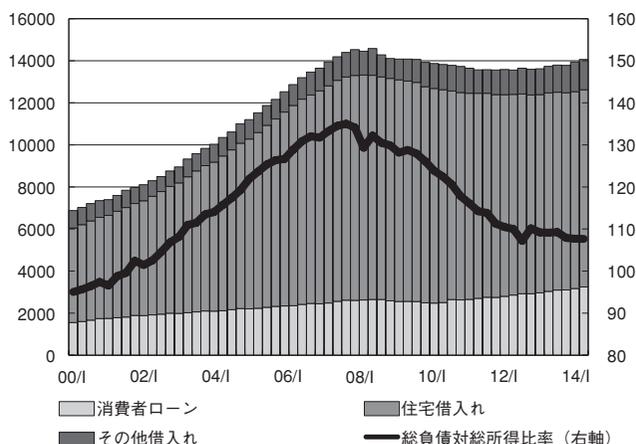
初の悪天候による悪影響が剥落するとともに、金融危機以降の後遺症に目途がついてきたからである。例えば、家計の負債は可処分所得対比で約107%と2003年初の水準まで低下し、バランスシート調整が一巡したとの指摘がみられる(図表1)。非金融企業の負債についても、金融危機後の特徴であった借換え中心から、ネットでの増加が明確になった。

潜在成長率が2%台中盤とされる下で、総需要が年央以降は年率4%前後も成長したのにインフレ圧力が顕在化しないのは、3%程度残存する需給ギャップのせいだけではない。原油価格の大幅下落に加えてドル高が輸入物価の面から抑制要因となっているほか、雇用者数の増加や失業率の低下が続く下でも名目賃金の上昇率が2%程度で安定していることも寄与している。危機直後で労働のslacknessが大きい局面ならともかく、失業率が完全雇用近くに低下しても「量と価格」の乖離が続いていることは興味深い。米国で

〈目次〉

1. 米国
2. ユーロ圏
3. 日本
4. 共通する課題

(図表1) 米国の家計負債と所得対比の比率 (10億ドル、%)



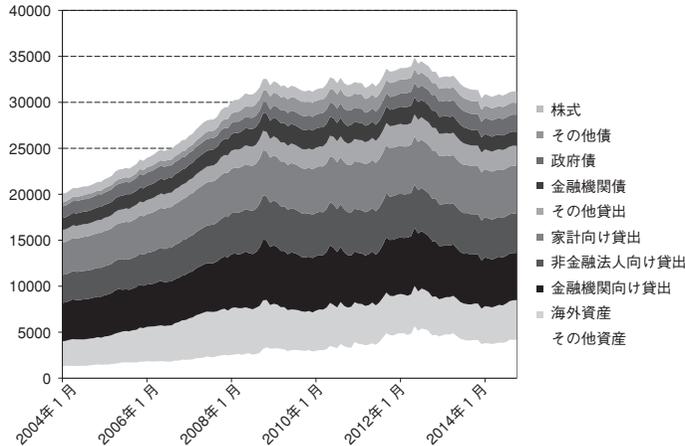
は、企業の生産性上昇率の低迷や雇用拡大の低賃金労働への偏り、回復しない労働参加率からみて実質的なslacknessが残存する可能性などの仮説が提示されている。本稿はこれ以上深入りしないが、いずれも労働市場の構造変化を示唆する要因が意識されていることが注目される。

景気拡大と物価安定の両立が、今後の金融政策の見方を二分している。市場には、インフレリスクが少なく、金融システムにも過熱感がみられないとして、2015年に利上げをすべきでないとの意見がある。これに対しFRBからは、Fischer副総裁のように、slacknessの解消が進んだ以上、2015年中盤にかけての利上げ開始が適切との考えが示されているが、例えばFRBNYのDudley総裁のように景気や物価の慎重論も残るなど、利上げの具体的な時期に関するコンセンサスは必ずしも強固でない。

FRBにとっては、直近のFOMCによる見通しの通り、2015年に利上げに着手しつつもペースは緩やかにするのが合理的であろう。景気拡大の下で利上げを見送れば、今回の景気循環を通じて意味ある水準まで政策金利を引き上げられないか、景気循環の後半になって加速的な利上げが行われるか、のいずれかを招く。前者の場合は、次の景気後退で利下げという手段を活用できなくなり、結果的に「量的緩和」の無限ループに入りかねない。後者の場合は、長期金利を含め金融市場を大きく不安定化させるリスクが大きい。長期的にみて、いずれも米国経済に大きな負担をかけるだけにFRBとして避けたはずである。

緩やかな利上げにはメリットも少なくな。FRBは米国経済の様々な側面における利上げの影響を見極めつつ進むことができる。過度に慎重に映るかもしれないが、先にみた労働市場を巡る論争に象徴されるよう

(図表 2) ユーロ圏の銀行資産 (10億ユーロ)



に、金融危機に見舞われた米国経済の構造には不透明な面が残る。緩やかな利上げによって長期金利のボラティリティを抑制しうることにもメリットである。この点に関しては、Yellen議長が直近の会見で示唆したように、かつての“measured pace”の利上げに伴う長期金利の安定がバブルを招いたとの反省もある。しかし、金融危機の前後で金融規制や監督、FRBを含む政策当局における金融システム安定に対するウエイト付けが異なることを看過すべきではない。少なくとも利上げの初期には、これらのメリットが副作用のリスクを上回ると考えられる。

その上でFRBにとっては、市場との政策意図の共有が重要になる。利上げに着手しつつ緩やかな引上げを続けるアプローチの背後には、先にみたような中長期戦略がある。しかし、中長期リスクの観察は難しいので、FRBが「オオカミ少年」にされることが考

えられる。次の景気後退に備えて政策金利の水準を確保しようとするれば、FRBの「庭先きれい論」として非難されるかもしれない。FRBは、自らの経済見通しの下で政策金利の予想パスを示すだけでなく、暗黙のうちに意識している米国経済のリスクやコストも一層丁寧に説明してことが求められる。

2. ユーロ圏

2015年のユーロ圏経済は、時を追って見方が下方修正された結果、2014年と殆ど変わらない厳しい状況が見込まれている。最大の理由は一国毎には差があるが一官民双方のバランスシート調整の遅延である。例えば、ユーロ圏銀行の総資産は2012年にピークを打ったが、なお2010年頃の水準に戻ったに過ぎない(図表2)。内需に強い制約がかかる中で、外需も主要相手先である中国やロシア・東欧の

景気停滞に直面している。債務危機からの日が浅く、欧州委員会も域内国の財政健全化を促進してきただけに、域内で財政出動へのコンセンサスが成立しにくく、2014年11月下旬に同委員会が公表した投資計画も、民間資金頼みであるなど、即効性の面で疑問が示されている。

約3%に達したマクロの需給ギャップに加え、来年のGDP成長率が潜在成長率付近に止まるだけに、デフレが一段と現実味を帯びている。当面は原油価格下落がインフレ率を下押しする（ECBの試算では0.4%ポイント程度）ほか、ユーロ圏全体で11%を上回る失業率が中期的にも賃金を抑制する。原油価格の下落はユーロ圏にとって実質購買力を増やし、消費や投資を支える面もあるが、理由はどうあれデフレになれば実質金利はプラスになるので、バランスシート調整が遅延するユーロ圏に重荷となる。

こうした中で、ECBが「量的緩和」に踏み切るかどうか焦点となっている。ただし、そこに至るロジックが込み入っている。まず、バランスシートの規模を2012年のピーク（約3兆ユーロ）に戻すことを目指す点ではECB内にコンセンサスが成立した。ただ、その実現に際しては、カバードボンドや証券化商品の買入れ、TLTROの実施といった既存の対策による資金供給を積み上げ、いわば不足分を「量的緩和」で補う考えにあるようだ。ECBが2014年12月に経済と物価の見通しを大幅に下方修正しつつ「追加緩和」を見送っ

たのも、証券化商品の買入れ開始から日が浅く、かつTLTRO（第2回）の実施を同月中旬に控え、上記のロジックに沿ってこれらの実績を見極めたのだと理解できる。

それでも、「量的緩和」の導入には実質的に決着がついている。なぜなら、上記の信用緩和策だけで、2015年春までにLTROの残存分（約3,000億ユーロ）が償還される分も含め、バランスシートを全体で約1.3兆ユーロも増やすことは非常に難しいからである。これらの信用緩和も、①自己資本や流動性の制約を脱した銀行にとって、“search for yield”によりインセンティブが失われた、②ユーロ圏の証券化商品の市場規模は小さい、③銀行貸出減少の理由は、銀行側から借り手側へとシフトした、等のため量的には多くを期待できない。

その上で、ECBの「量的緩和」には、域内国（来年初からは19カ国）への国債買入れの割り振りという問題が残る。国債の市場規模には、6大国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー）とそれ以外で断層があるため、現実に6大国に絞るとしても、そこからは様々な考えがありうる。例えば、日米のように長期金利抑制を標榜すれば、金利の下げ余地の大きい国（スペインやイタリア）が優先されるが、これらの利回りが相対的に高い理由を考えれば、「量的緩和」の政策目的が不明確になる。一方、中央銀行の伝統的発想によれば、市場規模の大きな国（フランスやイタリア）が優先されるが、

財政赤字拡大を懸念しかねず、ECB内からも強い反発が予想される。残るのは、ECBに対する出資比率に基づく買入れである。これは、ECBが買入れた国債に損失が生じた場合、最終的には出資比率に沿って各国が分担することと整合的である。2014年11月の講演でConstancio副総裁が言及したこの考え方は注目を集めており、最大の出資国であるドイツの国債利回りは急低下している。

短期ゾーンのマイナス金利が常態化しているドイツ国債を買入れても政策効果は期待できる。つまり、Draghi総裁は、「量的緩和」に、①金融緩和に対するコミットメントの強さを示す、②金融機関をリスク資産投資に向かわせる（ポートフォリオ・リバランス）、③中央銀行のバランスシート拡大がインフレ期待を上昇させる、という3つの効果があると説明した。そこで、ECBがバランスシートの規模を目標としたことで①と③が達成され、実際の「量的緩和」によって②が実現する。②は最終的には自国通貨安を招くことになる。マイナス金利が信用仲介への副作用などによって限界に達し、借り手の問題により銀行貸出の活性化も難しいユーロ圏にとって、ユーロ安を実現すれば、輸入物価を通じてデフレを阻止し、海外収益を増やして企業活動を活性化する効果は貴重である。

ただ、ECBの場合も「量的緩和」は特効薬ではない。例えば、ユーロ安だけでインフレ率を目標の2%に近づけようとするれば、市場が意識するユーロドルの“parity”を大き

く下回ることが求められる。これは、ユーロを国際通貨として育ててきたECBの哲学に反するだけでなく、日米に比べて国債の残高が相対的に小さいユーロ圏では、バランスシートの極端な拡大にはfeasibilityの面でも疑問が残る。ECBは自国通貨安を念頭に置いたバランスシートの拡張競争に本格参戦するのは得策でなく、「量的緩和」で時間を買う間に、構造改革の進捗や域内主要国による財政出動などによる緩やかな景気回復を待つという持久戦戦略を取らざるを得ないように思える。

■ 3. 日本

2014年度前半の経済成長率が2期連続でマイナスとなったため景気に対する慎重論が台頭しているが、2015年には緩やかな成長が可能である。消費税率引上げの副作用を心配する必要がないことに加え、徐々に確認される消費の回復は、円安によるマクロ的な企業収益の増加とその波及効果が緩やかであれば実現しつつあることを示唆する。また、拡大を続ける米国経済やマクロ経済政策によって安定化する中国経済が、純輸出のマイナス拡大に歯止めをかけることも期待される。

非常に低い潜在成長率の下では、緩やかな成長でもマクロの需給ギャップを再び縮小させることができる。原油市況の低迷により、少なくとも2015年夏まで消費者物価の総合指数に下押し圧力がかかるが、エネルギーと生

鮮食品を除く「コアコア」の消費者物価指数には円安による上昇圧力がかかる。「量的・質的金融緩和」が掲げる物価安定目標を達成する訳でないとしても、目標に近づく動きが再開することは考えうる。

そこで浮上する論点は、日銀の政策をどのように「正常化」していくかである。黒田総裁は「正常化」を議論するのは時期尚早との立場を維持してきた。これは、「量的・質的金融緩和」がサプライズ（欧州流には「shock and awe」）に依存してきたことに加え、物価安定目標へのコミットメントを通じてインフレ期待に働きかける意図に基づくのであろう。これら自体は合理的である一方、2015年に市場がいわば「勝手に」に「正常化」を考え始める理由を挙げることも難しくはない。

第一に、強力な金融緩和の下でも財政健全化の難しさが確認されただけに、「量的・質的金融緩和」の長期的コストに意識が向き始める可能性がある。しかも、日銀のシナリオ通り来年度中に2%インフレを達成しても、その安定性を確認するうちに次回の消費税率引上げ（2017年4月）が迫り、結局は「正常化」への着手が2017年後半以降にずれ込む「不都合なスケジュール」を市場が織り込めば、日銀による国債保有のピークが当初想定よりかなり増加することに注目が集まることも考えられる。

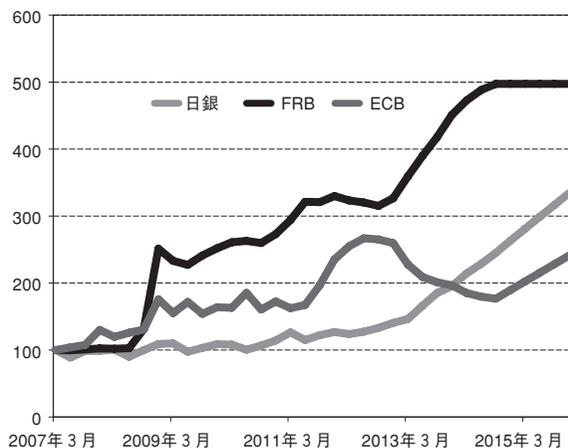
第二に、日本経済が自律的で持続的な経済成長を実現するには、設備投資や消費といった経済活動が効率良く行われる必要があるだ

けに、これを支える金利のプライスメカニズムの重要さがクローズアップされる可能性がある。日銀が国債買入れを一段と増やす中で、国債市場を通じた金利形成には様々な問題が生じることが考えられる。もちろん、物価安定目標の達成を優先する上で副作用を許容するという判断にも合理性はあるが、目標の達成がみえてくればコストと便益のバランスも変化する。

日銀自身にとっても、長期的視点でのきちんとした「正常化」論は歓迎すべきものである。なぜなら、「量的・質的金融緩和」があとに大きな禍根を残して終わるというのでは、これまでの折角の政策効果を台無しにするからである。

2015年時点で「正常化」を考える際のポイントは、「量的・質的金融緩和」が何を達成すればフローの意味で見直しに着手しうるかという「停止条件」である。この点は、「2%インフレを安定的に達成するまで」と既に明確であるようにみえるかもしれない。しかし、例えば2%インフレが続く下で景気回復が力強さを欠く場合—潜在成長率の低さや商品市況の不安定性を考えると蓋然性の低いシナリオではない—日銀が実際に「量的・質的金融緩和」の見直しに踏み切れるかどうかは、2000年や2006年を思い起こすまでもなく、そう単純な問題ではない。2015年入り後に、物価安定目標の達成時期が視野に入る下で「停止条件」に関する不透明性が高まるようであれば、市場に不要なボラティリティを生じ、

(図表3) 日米欧の中央銀行の資産 (2007年3月末を100とする指数)



その後の長い「正常化」のプロセスが最初から躓くことになる。实体经济に関する何らかの考慮を含むようにコミットメントを変更することが一つの選択肢であるようにみえるし、その意味での時間的非整合性はFRBも「QE3」を tapering していく際に活用している。

市場では、「量的・質的金融緩和」の「正常化」というと、超過準備をどう「不胎化」するかとか、日銀保有国債をどうするかに着目した議論が多い。これらもちろん重要ではあるが、日銀はFRBの経験から多くを学ぶことができるし、FRBにはない資金吸収上の柔軟さ(自己負債の入札発行(売出手形))を有している。国債管理政策との協調や保有国債の評価損の扱いなど時間をかけて調整すべきポイントもあるが、最初から「正常化」に係る「技術論」に深く入るよりも、まずは「停止条件」に関する議論を尽くしてコンセ

ンサスを得ることが有用である。

■ 4. 共通する課題

これまでみたように日米欧中央銀行の2015年の政策は、景気回復のステージによって相互に異なる展開が予想される。もっとも、より広い視点からこれらの政策を眺め直すと、共通する課題も浮かび上がる。

第一にコミュニケーションである。金融危機後の景気低迷を脱する上で、各中央銀行はシンプルな目標を掲げ、実現に邁進する政策を採用した(図表3)。「目標達成には何でもする」というメッセージは、バランスシート調整や財政危機のために自律的な回復メカニズムが働き難い金融経済に直面し、ゼロ金利制約の下で「非伝統的政策」に依存せざるを得なかった以上、効果を最大限発揮するための合理的選択であった。実際、实体经济への

波及はともかく、期待形成を通じて金融市場に影響を及ぼした点に異論は少ないであろう。

しかし、「正常化」が視野に入れば、こうしたコミュニケーションは望ましくないだけでなくサステナブルでもない。仮に中央銀行が経済を完全に理解できれば、最適な政策金利のパスを正しく予測し、強力なコミュニケーションで市場や経済を導く姿も想像できる。しかし、金融危機と景気低迷に伴う自国の経済構造の変化を正しく理解するだけでも決して容易ではない。原油価格の大幅下落といった予期せぬ要因も振りかかる以上、少なくとも「正常化」の初期段階では、中央銀行は政策変更に対する経済の反応を慎重に確かめつつ進むことが合理的である。

こうして、期待のコントロールを主眼とするコミュニケーションから、対話型のコミュニケーションへ移行することが共通の課題として浮上する。これは決して簡単ではない。「正常化」に先行するFRBも、Yellen議長が利上げは「data dependent」と説明しても、市場は政策判断に結び付く特定の指標を探し求めてしまう。これは、中央銀行が期待のコントロールに「成功しすぎた」ことの裏返しでもある。政策目標に関するallowanceや、合議による政策決定を活かしたメッセージなど、様々なイノベーションが求められる。

第二に政府との関係の再構築である。金融危機後の中央銀行は政府との距離を縮めてきた。日本のように景気刺激を通じて財政当局

との連携を深めたり、米欧のように金融監督の役割を担うことで監督当局との関係が深化したりするケースである。また、「量的緩和」の「正常化」を進める上では、中央銀行と国債管理当局との協力が将来に亘って必要になる。逆に、政府にも中央銀行との距離を縮めるインセンティブがある。つまり、金融監督の役割を強化し、財政に制約がある下でマクロ経済政策を支える中央銀行に対し、経済政策のintegrityの観点から適切なガバナンスの必要が高まっている。

これらは「中央銀行の独立性」に再検討を迫ることになるが、現状追認によって「独立性」を葬るといった単純な話ではない。「中央銀行の独立性」は、①「中央銀行」がマクロ経済政策としての金融政策を行う主体であり、②金融政策（通貨価値安定のための政策）は短期的でない時間的視野の下で行われるべき、という2つの前提に基づく議論である。①が実態に合わなくなった一方で、②に関しては、金融システム安定策も短期的でない時間的視野が必要とされるなど、「独立性」の前提は大きく変化した。そうした下では、従来の意味での「独立性」への回帰如何を議論するよりも、新たな環境での「独立性」に関する議論の再構成が重要になっているように感じる。

