

議題 「最近の国際金融情勢について」

開催日時 2016年3月14日<13時30分~14時00分>

出席者 山崎達雄氏（前 財務省財務官）

基調講演

1. マイナス金利政策について

・日本銀行は、欧州の4つの中央銀行による先例を研究した上で、日本に適合するように金融機関への影響を最も小さくするようにそれらを modify モディファイして導入したと思う。これに対し、ECBによる追加緩和に関する Draghi 総裁の説明は、マイナス金利政策を強化しつつ、当面はこれ以上の金利引下げはない点を示唆することで、金融機関収益への影響を減殺しようとした。欧州では、マイナス金利による金融機関に対する影響がより強く懸念されているようだ。Constancio 副総裁が説明したように、ECBも日銀のような階層型のマイナス金利政策を導入することも選択肢であったようだが、結果的にはそうならなかった。

2. 世界経済情勢の概観

・IMFによる世界経済見通し(WEO)は、昨年7月から10月、そして本年1月と見直しの度に引き上げてきた。次の見直しは4月のIMF総会前に公表されることになろうが、IMFは再び下方修正する可能性が高いことを既に示唆している。この結果、2016年の世界経済の成長率は、2014年より低く、2015年並みの3%程度の緩やかな拡大ということになる。

・もともと、世界経済は数字の印象ほど悪くない。IMFによる今年1月に成長率見通しの引き下げは、原油価格の動向、中国経済の問題、米国の利上げの影響、地政学的なリスクの高まりによる。このうち本当の懸念は最後のリスクが集中するEUと思われる。実際、先進国の成長率見通しは0.1%ポイントの引下げに止まり、殆どは世界最大の産油国となった米国の引下げによる。ユーロ圏の経済成長率見通しは、原油価格の下落とユーロ安による好影響を勘案し、0.1%ポイント上方修正された。この間、資源国の経済成長見通しが下方修正されたが、IMFや世界銀行の経済モデルでは、原油価格の下落が世界全体ではプラスに働くとされる。また、IMFによる中国の経済成長率見通しは昨年7月以降は横這いだが、製造業からサービス業あるいは投資から消費への構造変化が進むことで、貿易や投資を通じた他国への影響が生ずるとみているようだ。

3. 米国経済と原油価格、金融政策の動向

・米国でも、2月上旬に市場が不安定化した際には recession への

懸念がみられた。私も、ニューヨークを訪問して市場や当局の方々と面談したが、High Yield 債と投資適格債の利回りから推計される recession の発生確率は、2016年中で15%程度、2017年までで20%程度とのことであった。

・もともと政策当局は、原油安とドル高がストレスとなりインフレ期待を押し下げたと認めつつ、ファンダメンタルズは大きく変わっていないと認識している。つまり、輸出や投資は弱い、労働市場はタイトで、個人消費が非常に堅調である。recession の先行指標として有用な住宅市場をみても、3月のBluechip見通しによれば、2016年の新規着工件数は123万戸と高水準である。米国の人口は2.6%も増加し、高齢化に伴って世帯当たりの人数が減ることが、新規住宅への需要を支えている。同じBluechip見通しで新車販売台数をみても、2016年は1,760万台と、ガソリン価格の大幅下落で過去最高となった昨年の1,800万台と殆ど変わらない。

・それでもBluechipの見通しは、2016年の経済成長率を2.1%と見込み、米国の潜在成長率近辺に過ぎない。背景には企業活動の停滞があり、昨年第4四半期の民間設備投資は2.2%の伸びに止まった。エネルギー関連を除くと4.6%の増加であり、今や民間設備投資の1/4を占めるエネルギー関連の下押しが大きい。

・今回の資源価格の下落については、中国による需要減の影響を指摘する向きが多い。もともと、資源価格の変調は中国経済の減速前から始まったほか、中国の昨年の原油輸入は前年比で8.8%、鉄鉱石輸入ですら前年比で2.2%増加した。むしろ、過去10年間に新興国の顕著な需要増に対応するため、資源国が供給能力を2~3倍も増加させたことが、資源価格低下の大きな要因である。そこで供給調整が展望されるが、原油でもOPECによる減産が実現しない。例えば1980年代にアラスカや北海の原油供給が増加した際は、サウジアラビアが大規模な供給削減を行った。今回は、供給国に復帰するイランへの対抗措置という面もあるが、OPECが価格維持を図っても、柔軟に生産量を変えうるOil shaleの供給増によって効果を削がれる懸念が強いのだと思う。

・米国では、Oil Shaleの開発が進んだだけでなく、メキシコ湾における大手企業の事故からの回復もあって、原油生産が増加している。それでも、世界の原油供給量は日産約1億バレルであり、総需

要に対する過剰は 150 万～200 万バレルに過ぎないにも関わらず価格下落圧力が大きいのは、わずかな供給過剰に注目する投機筋の動きによる面が大きい。こうした投機筋は、原油価格が 40～50 ドルで推移していた昨年中に、今年 2～3 月に 25 ドル程度まで下落して底打ちするといった正しい予想を示していた。

・中東のオンショアでの原油生産コストは平均で 27 ドル程度とされ、Oil shale の生産コストは顕著に高いが、大部分は初期投資による。従って、Oil shale 業者は原油価格が変動費用を上回る限り供給を続けるため、原油価格の下落に関わらず Oil shale の供給量は減らなかった。その変動費用は平均で 20 ドル程度と言われる一方、実際の原油価格はその近辺を底に回復している。米国の多くの製油所は、5 月からのドライブシーズン前に、設備の maintenance に入る。この時期に、これまで「自転車操業」をした Oil Shale の業者が、ある程度は選別されることも想定される。原油価格の直先スプレッドは既往最高水準にある。価格が下落する中で、中国を含む需要国は原油備蓄の積増しを進めたが、今や海上のタンカー備蓄を含め満杯である。こうした潜在的供給圧力も考えると、原油価格が急激に上がることは考えにくい。ただ、長期的には、供給側の開発が停滞しただけに、将来どこかの時点で原油価格が顕著に反発する可能性は残る。実際、中東の専門家は 50～60 ドルといった水準を大きく上回る反発を見込んでいる。

・資源価格の先行きは不透明だが、米国経済が資源価格の下落だけで大きく崩れることはない。市場では、リーマン・ショック後 7 年間続いたゼロ金利政策の終了に対する意識も強い。その結果、米国経済は resilient なのに米国株に対するリスク許容度が低下する点で、ファンダメンタルズと市場の見方が乖離しやすい。米国経済の見通しも徐々に低下することは避けられない。従って、FRB は予め表明したように、利上げをデータを見つつ非常に慎重に進めることになる。昨年の利上げ開始前に当局幹部は、利上げは“lift off(打ち上げ)”でなく、超低金利を normalize するだけと述べていた。FRB もアプリアリに継続的な利上げを想定するのではなからう。

4. 欧州経済と金融政策の動向

・ユーロ圏経済の成長率見通しは若干改善しているが、インフレ期待は史上最低水準にあり労働市場の回復も程遠い。この間、ユーロ圏では債務危機以降に銀行同盟の成立も含めて様々な強化策が導入され、貸倒引当金の積増しも進んだが、不良債権比率は引続き高水準であり、銀行収益の先行きには不安もある。大手金融機関の一部に対する今回の懸念も、こうした要因が背景にあるとみられる。こうした中で ECB がマイナス金利を導入した背景には、ユーロ圏各国の国債利回りが違うなど域内金融市場が segment 化される下で、TARGET II のバランスに現れるユーロ内での資金の偏在の是正を促進することに狙いがあったように思う。

5. 為替市場の動向

・商品指数と米国の株価指数が「二番底」を打ったことで、海外市場

には幾分の安心感が伺われる。日本でも、1 月末の日銀による追加緩和の直後は銀行株を除く株価は上昇し円相場も減価したが、その後は大きく反転した。私は、特に 2 月中旬以降の市場の動きには欧州の大手金融機関の問題がきっかけとなったと思う。リーマン・ショック以降、先進諸国は金融規制を強化してきた。今回注目された大手金融機関の場合、資源国の不安定化も原因である一方、CoCo 債の問題という技術的要素も関わる。CoCo 債は、自己資本へのバッファとして、一定の条件に基づいて強制的に株式に転換する機能を通じて危機を防ぐ安心材料であるはずが、逆に不安材料になった。市場で仕組みに対する理解の欠如があったことも否めないが、金融規制が銀行収益に与える影響には根強い不安感があるようだ。

・2 月中旬は旧正月であり、日本にも祝日があったため、総じてアジア投資家の活動が不活発な中で、HFT の取引によるインパクトが目立った。HFT は algorithm を活用して 1 秒に数百回の売買を行うだけに、人間の場合の「相場勘」による歯止めが存在しない。もちろん、HFT は取引量を増やすことで市場の安定に寄与しているが、時には市場を壊すことも認識しなければならない。今や、日本の為替市場の主役は“Mrs. Watanabe”と称される個人投資家であり、株式市場でも NISA の拡充等を通じて個人投資家も育てている。このような相場を経験すると、彼らが投資に萎縮することが懸念される。初心者マークを付けて軽自動車に乗る個人投資家と、人工知能で走り回るスーパーカーを操る HFT が、同じ土俵で取引を行うには何らかのルールが必要かを考える良い機会である。

・今回の G20 財務相・中央銀行総裁会議のコミュニケでは、経済のファンダメンタルズが停滞気味であると認めつつ、市場の動きと若干の乖離が見られた点を示唆している。そして、経済成長の引き上げに向けてあらゆる政策手段を活用することを提唱している。為替については、「為替レートの過度の変動や無秩序な動きは悪影響を与え得る」として、会合前の円相場の急激な変動に対する適切な認識が反映された。また「競争的な切り下げの回避」や、金融政策が「為替レートを目標とはしない」点も、従来の G20 と同様に盛り込まれた。背後には、米国当局によるドル高の緩やかな調整という認識があったのであろう。

・一番重要なのは、各国が政策を行う際に他国への波及をよく考えるべきとした部分であり、米国による利上げの継続や ECB による金融緩和が念頭に置かれている。また、「銀行セクターにおける資本賦課の全体水準をさらに大きく引き上げない」ことが初めて明示された。これは BCBS 等の場で日本当局が主張し続けてきた点であり、危機防止に金融規制は必要だが、逆に金融セクターの不安を煽っては元も子もないということである。今後は、これまでの規制強化の影響をよく監視し、評価することが非常に重要になってくる。

ご清聴ありがとうございました。
