

議 題 「米欧の中央銀行の政策課題と日本銀行の経験」

開催日時 2017年1月11日<13時55分～15時25分>

出席者 江川由紀雄氏（新生証券 調査部長 チーフストラテジスト）
大島周氏（みずほ銀行 常務執行役員）
加藤出氏（東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト）
高田創氏（みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト）
徳島勝幸氏（ニッセイ基礎研究所 年金研究部長）
井上哲也（野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長）<モデレーター>

主要論点

1. ユーロ圏の課題
2. 米国の課題
3. 自由討議

出席者による発言要旨

1. ユーロ圏の課題

井上<モデレーター>:

・両宮理事が基調講演で取り上げたように、日本は「非伝統的金融政策」に多くの経験を有するが、これらが現在あるいは今後のユーロ圏の課題に対して持つ意味合いを議論したい。

・パネリストの皆様には既に想定論点をお伝えしている。第一に、中央銀行はバランスシート調整の円滑化どのように貢献できるかである。ユーロ圏の企業や家計は依然として過剰債務を抱えており、ショックに対して脆弱性を有している。また、日本の経験を踏まえると、バランスシート調整が遅延して資源の効率的な配分がなされないことが、中期的な経済成長に及ぼす影響にも注意する必要がある。第二に、ユーロ圏が経済成長を回復する上で必要な金融仲介機能の再構築にどのような貢献ができるかである。言うまでもなく、ユーロ圏は、日本と同じく金融仲介に占める銀行システムのウエイトが高い。第三に、海外発のショックからユーロ圏の金融経済を遮断する上でどのような貢献ができるかである。先に述べた問題の解決に時間がかかるようであれば、金融面での様々なショックー低インフレ下でのユーロ高や世界的な長期金利上昇に伴うリスク資産のリプライシングなどーからユーロ圏の金融経済を遮断することが重要になる。

高田氏:

・ユーロ圏では、信用拡張の影響が日本に比べて十数年のラグを伴って生じており、バランスシート調整が必要な企業が住宅・不動産セクターである点で共通する面も多い。現在、ユーロ圏の預貸率は依然として100%前後と高い水準にあり、かつての日本やサブプライム問題後の米国では貸出の減少を通じた調整の結果として70～80%程度まで低下したことを考えると、ユーロ圏のバランスシート調整はまだ十分でない。企業が依然として過剰な資産と債務を抱え、潜在的な不良債権(NPL)が残っていると理解できる。こうした傾向

は南欧で顕著であり、最近ではイタリアで不良債権問題が顕在化した訳である。

・かつて金融危機に直面した日本では、金融システムの安定化のために個別の金融機関に対する行政指導を行うと同時に、マクロの金融政策の面ではゼロ金利、量的緩和、質的緩和、そして、マイナス金利、長期金利のターゲットと、いわばフロントランナーとして一連の対応を実施してきた。これらは、逆に言えばどこよりも早く金融政策の限界に直面してきた歴史と捉えることも可能である。そうした視点に立てば、アベノミクスの「三本の矢」にみられる経済政策パッケージも、金融政策の限界を乗り越え、いわば経済政策を総動員するアプローチへの転換とみることができる。

・この間、ユーロ圏の金融政策は、為替政策の性格が強かったように思われる。なかでもマイナス金利の導入は、金融政策がユーロ高抑制の役割を担いつつ、金融システムの安定維持を企図したものと理解できる。現時点で、金融システム対策が目覚ましい成果を挙げていない理由としては、ユーロ圏では、単一通貨圏の維持に起因する制約や財政規律の厳しさゆえに、金融政策の対応のみが先行し、財政政策や成長戦略に関する議論が進みにくい点が挙げられる。

・海外発のショックの遮断のためにも、これまでユーロ圏ではまずは為替政策が用いられた。しかし、昨年のようにグローバルな金融経済が大きなストレスを抱える状況では、為替政策だけでの対応に限界があるため、FTPL やヘリコプターマネーといったアイデアも含めて財政政策に関する議論が出てきた。財政健全化に関しては、日本も道半ばであり、機動的な財政出動とのバランスが重要となる。

江川氏:

・ECB による現在の資産買入れは、「covered bond purchase programme (CBPP3)」、「asset-backed securities purchase

programme (ABSPP)」、「public sector purchase programme (PSPP)」、「corporate sector purchase programme (CSPP)」の4つから構成され、これらを合計して月間 800 億ユーロの買入れを行うことになっている。このうち CBPP3 と ABSPP は、ECB が 2014 年後半に決定し、ほぼ同時期に開始した。特に後者は、欧米ではあまり前例がなく注目されたが、開始後 2 年以上が経過した 2016 年末の買入残高はわずか 230 億ユーロにすぎない。週次の実績をみてもせいぜい数千万ユーロ程度を買入れているにすぎず、ECB の総資産対比で見ても、ABS 市場全体から見ても微々たる量である。

・証券化市場に関しては、2014 年 5 月に、ECB と Bank of England (BOE) が共同で『EU における証券化市場の活性化、再構築に向けて』(“The case for a better functioning securitization market in the European Union”)という報告書を発表した。その中には、一定の品質を有する証券化商品を特定し、それを規制上優遇するという提言も盛り込まれた。実は、この提言から約半年後に ECB が先に見た ABSPP を開始し、さらに 2015 年 9 月には、European Commission が、Capital Markets Union の目玉として証券化商品を規制上優遇する法案パッケージを発表した。こうした「優遇策」は European Council や European Parliament での審議を経て、昨年 12 月に Parliament の委員会会で可決され、成立する直前にあるが、ECB はこのプロセスを通じて、European Parliament に対し非常に細かな意見を提示している。

・このように EU の証券化市場では、ECB と BOE による提言に沿った制度設計や法制度の整備が進んできた。私は、ECB による ABS 買入れも、買入れ金額自体を目的にしたものというより、金融危機後に活用されなくなった証券化という極めて有効な金融仲介ツールへの『梃子入れ』を図ったものと理解する。その意味では、日銀が 2003 年以降しばらくの間、ABCP と ABS の買入れを行った例に似た面があるように思う。

・ECB による資産買入れの中では、covered bond と ABS にかなり遅れて国債の買入れが導入された。公共債買入れ (PSPP) は、covered bond や ABS の買入れと異なり、「どこの国で、幾ら買う」ことが非常に明瞭であるだけに、財政支援であるとの批判や特定国へのバイアスがあるといった批判を受けやすい。ECB はこれをかわす目的もあって、国債買入れと同時に CSPP を導入したのではない。実際、PSPP で買入れた国債を発行国別にみると、ドイツ、フランス、イタリアと経済規模に相応に比例した分布になっているが、これは実際に市場にある長期国債の発行残高と必ずしも整合的でない。

・EU の枠組みの下では、不良債権問題が顕現化したイタリアの銀行に直接的な公的支援を行うことは難しい。従って、間接的なテクニックを使った方法が採用されており、その一つが、銀行が保有している不良債権を含む貸付債権を証券化させ、それにイタリア政府が保証をつけることで市場売却を円滑化し、最終的に銀行の流動性を厚くする方法である。こうした商品は先に見た ABSPP の買入れ対象

でもあるので、ECB もイタリアの銀行システムの不良債権処理に寄与している。

徳島氏:

・11 月下旬から 12 月初旬に欧州に出張したが、欧州でも海外経済として米国を意識する面が強いようだ。欧州では、米国経済が堅調とみる一方、過熱感は乏しいとの見方が多かった。ただし、大統領選後の米国の長期金利上昇については、オーバーシュートした場合の影響や、エクイティー価格への影響を注視する向きがみられた。この間、欧州の年金は、低金利環境においてもエクイティーのリスクを取ろうとせず、クレジットリスクを採るところに止まっている。日本の公的年金や企業年金と同様に、fixed income の中で投資対象を拡大する考え方である。江川さんが言及した ABS やカバードボンドも投資対象であり、それらによってエクイティーリスクを遮断していくのが現在のトレンドである。

・日銀は、2013 年に「量的・質的金融緩和」を導入した際に、「2 年で消費者物価の前年比上昇率 2% を達成するため、資産買入れを 2 倍にする」というように、自ら数字を明示したことで、枠組みの柔軟性を失った。これに対し、現在の ECB による政策の枠組みはかなり柔軟にできている。今後についても 3 月までは月 800 億ユーロ程度の資産買入れを続けるが、4 月以降は月 600 億ユーロ程度にペースダウンすることを予め表明し、市場と理解を共有している。これが市場に安心感をもたらし、海外発の大きなショックが起きても、影響を吸収できる素地となっている。加えて、政策手段としての多様な資産買入れプログラムが既に用意され、これらが柔軟に活用されるとの見通しも、ショックの遮断にとって極めて有効である。また、日本の場合、資産買入れの手段は多様であったが既に使い尽くされ、制度的な制約よりマーケットの規模を意識すべき段階に達したが、ECB の場合は買入れ余地がまだ大きい点も安心材料である。なお、日銀による ETF の買入れは株式市場に歪をもたらしている可能性があるが、ECB はエクイティーの買入れには踏み込んでいない。

・ただ、中国発のショックへの備えに関しては、欧州でも十分な議論が行われているとは言えず、中国経済の状況に関してやや近視眼的な評価も目立つ。加えて、ユーロ圏全体としてみれば、景気は緩やかに回復している (steady) もの、国によってかなり区々な状況にある。経済状況のばらつきを踏まえて政策を運営する必要があることも、ECB による金融政策運営の難しさである。

井上<モデレーター>:

・リードコメントを行った以外の方からもコメントを頂戴したい。

大島氏:

・ECB は、ユーロ圏の持つ制度的な難しさゆえに、特に金融危機以降はコミュニケーション政策を活用しつつ為替のチャネルを通じた景気刺激に注力してきた。また、ECB による「量的緩和」は、民間金融機関の預貸率が高止まる下でも周辺国の国債金利ひいては貸出金利を引き下げ、民間金融機関の貸出態度を緩和した一特にイタリアに該当する一ことで、欧州金融システムの「機能維持装置」として役

割を発揮した面はあった。もっとも、イタリアの不良債権比率が異常な高水準に達したことが示唆するように、ユーロ圏の金融機関による信用創造を過度に促進してきた面も否めない。本来ならば「機能維持装置」が働いているうちに、金融機関の再建や再編が行われるべきであったが、残念ながら目立った進捗はみられない。また、日米でも生じたことだが、低金利が麻酔のように作用している間に、金融機関の利鞘が継続的に縮小する結果、金融機関によるショック耐性は低下している。特に ECB によるマイナス金利政策の場合、日銀のような段階構造を設けなかったことも、金融機関の収益環境を厳しいものにしていく。このように、ユーロ圏では、金融機関の健全化の面では多くの宿題が残っているので、ECB は、為替政策の意味合いを込めつつ「量的緩和」を継続し、この間に金融機関の「外科治療」を促すほかにないということであろう。

加藤氏:

・ユーロ圏では、金融経済構造の複雑さが政策にも強い影響を与えている。例えば、マイナス金利の中央銀行当座預金に対する適用が、日本やスイスのように階層式になっていないのも、国や業態によって多様な金融機関が存在するため、階層式の下では不公平感が出やすい事情を反映した面がある。

・また、昨年 3 月の ECB による「量的緩和」の強化に対するドイツの政治家からの激しい批判も、その後の政策運営に影響を与えたように見える。実際、中央銀行の独立性を重視するとみられた Schäuble 財務相も Draghi 総裁を攻撃した。私も、昨年秋にベルリンでメルケル政権の幹部に話を聞く機会があったが、マイナス金利政策に対する怒りを強く表明していた。その理由は、こうした金利環境ではドイツの年金制度が危機に瀕する惧れがあり、また、南欧諸国を助けるために低金利政策を継続しても、却って構造改革は進まないとの懸念である。昨年秋以降は、欧州経済も緩やかな回復局面にあり、海外経済の追い風もあって追加緩和の必要性は取り敢えず後退している。しかし、再び追加緩和となり、為替市場のチャネルに働きかける必要が生じた場合、単一通貨圏の枠組みが政治面から動揺するリスクは相応に存在する。

・こうしたユーロ圏の欧州の経験は、金融緩和だけでは効果に限界があり、構造問題への対応を同時に進めるアプローチでなければ、金融経済の枠組みがきしむことを表している。この点は日本の過去の経験と相通するものがある。ECB は昨年 12 月に asset purchase programme の本年 4 月からの縮小を決め、私は、2018 年には「正常化」に向けてもう一歩進むと考える。もっとも、ECB のインフレ見通しは 2019 年でも 1.7%程度と 2%を超えないだけに、ECB による金融緩和の本格的な出口はまだ遠い。もしも、この間に「正常化」に向けた緩やかな歩みが反転すれば、金融政策の再緩和について、ユーロ圏内で再び衝突が生まれるという火種を抱えている。

2. 米国の課題

井上<モデレーター>:

・米国についても、パネリストの皆様には既に想定論点をお伝えして

いる。第一に構造的な低成長の克服である。大統領選挙後の株式市場やドル相場を見ると、米国市場はこの問題を忘れてしまったようにも見えるが、いわゆる「長期停滞論(Secular Stagnation)」の立場を含め、多くの専門家が労働生産性の上昇率低下や under investment といった構造変化を指摘してきた。実際、私が年初にニューヨークで面会した民間エコノミストの皆様も、背景として指摘される人口動態の変化や労働市場でのスキルのミスマッチといった問題の解決には慎重な見方を示した。こうした構造的な低成長に対して、中央銀行は何を貢献できるかが最初の論点である。第二に、金融システムの安定の維持である。米国では、大統領選挙のかなり以前から、クレジット市場がかなりのペースで拡大している。これが続き、金融システムに様々な面でストレスがかかる惧れがある場合、中央銀行はどのような対応ができるだろうか。この点に関しては、金融危機直後とは異なる意見がみられるようになっている。

加藤氏:

・日本では生産年齢人口が急速に減少していくのに対し、米国では移民の貢献に加え、白人の出生率も比較的高いことから、堅調な増加が見込まれる。もっとも、高齢者比率(生産年齢人口に対する 65 歳以上の人口の比率)をみると、ベビーブーマー世代のリタイアを主因に上昇が予想され、この点が労働市場に様々な影響を与えている。昨年には、FRB(ワシントン)やニューヨーク連銀からも、労働生産性の上昇率低下に関して、人口動態の影響を指摘する研究論文が公表され、Fischer(フィッシャー)副議長も講演でこれらを引用している。これまで、FRB は高齢化と低成長との関係に着目する日銀の主張にあまり賛同しなかったことを考えると、議論の流れが変わってきた印象を受けた。

・ただし、米国では、日本のように生産年齢人口が減るわけではないのに、高齢者の比率が高まることで生産性が低下すること、あるいは IT 革命が進んでいるのに生産性の伸びが確認できないことは、一種のパズルである。FOMC による SEP から毎年 12 月時点での長期(longer-run)の成長率予測を抽出すると、2009 年には 2.7%であったが、昨年は 1.8%まで低下した。この間、長期の失業率も 2009 年に 5.55%だったが、昨年末は 4.8%まで低下し、長期の政策金利も、2012 年に 4%であったものが昨年末は 3%となった。Bernanke(バーナンキ)前議長が 2013 年 5 月に QE3 のテーパリングに言及し始めた時点では潜在成長率の低下は注目されていなかっただけに、わずか 3 年の間に中長期的な経済の展望が大きく変わったことを意味する。

・米国における潜在成長率の低下は、FRB による金融緩和の出口戦略にも大きな影響を与えており、11 月および 12 月の FOMC の議事要旨からは出口の手順に対する考え方一保有する長期債の減額などが一段と慎重になったことを確認できる。この背後には、長期債の圧縮を急いで市場の長期金利を上昇させると、潜在成長率を一段と引き下げるとの懸念があるのであろう。そうすると、自然利子率、つまり中立的な政策金利の水準が一段と低下するので、将来に下方ショックが生じた場合にも(名目ゼロ制約の下で)政策金利の引き

下げによる政策効果を十分確保しえなくなるリスクが意識されているとみられる。

・より短期的な視点に立てば、グローバルな経済活動にトランプ新政権への期待もあって明るさがみられる中で、FRB は、過度の金融緩和による副作用や金融政策の「正常化」の遅延のリスクに対してもバランスを取ることが重要である。米国のインフレ率は、コアPCE や地区連銀が集計したインフレ指標等を全体として見ると上向いているが、足許で加速している訳ではない。また、インフレ連動債の利回りが示唆する期待は去年秋以降に急上昇しているが、家計のインフレ予想一例えばミシガン大学調査の今後 5~10 年の長期予想は過去最低を更新し、2.3%まで低下した。家計は市場参加者ほど外部環境にビビッドに反応しないであろうが、物の値上がりが見えて表れていないことも事実であろう。その一方で、完全雇用に近い状況で拡張的な財政政策が行われれば、インフレ懸念が高まるリスクもある。12 月 FOMC の議事要旨(本文)には『不確実性』という言葉が合計 15 回出てくるが、過去 3 年間の平均が 6.6 回であることに鑑みると、FRB も金融政策運営において不確実性を強く意識しているとみられる。それゆえ、現時点ではフォワードルッキングな政策運営がためられるということであろう。

大島氏:

・私は、先週にワシントンを訪問したが、「1 月 20 日の大統領就任式を経て、政策案を議会にかけるプロセスを考えると、政策の実施は当初予想よりかなり遅れる可能性が高い」との見方が現地では支配的であった。企業減税やインフラ投資を含む財政支出拡大についても不透明感が強いだけに、政策が具体化するまで市場の期待を維持できるかということも重要なポイントとなる。

・この間、FRB に関しては、現状のような巨大なバランスシートを所与として金融政策を運営するのか、それとも長期債保有に関しても「正常化」を目指すのかという選択が、従来以上に重い課題としてのしかかっているように感じる。昨年 11 月以降、米国では長期金利が大きく上昇したが、実際のインフレはむしろ減速していたことを踏まえると、経済政策の先行きに対する不確実性の上昇を映じ、国債に滞留していた資金が株や社債等に流れ、需給バランスの再調整が行われたためと理解できる。だとすると、今後の FRB の課題は、市場の需給というマーケットメカニズムによって決定される長期金利と、金融政策によって決定される短期金利との関係を、いかにコントロールするかという新しいテーマへの挑戦であるといえる。

・2018 年には『銀行勘定の金利リスク(IRBB)』に対する自己資本賦課が導入されるため、市場のボラティリティーが高まることで、長期債の需給にも影響が生ずるであろう。FRB が金融緩和の出口を探る上では、こうした金融規制の導入や金融機関による順守の状況も考慮に入れつつ、バランスシートの縮小度合いを調整したり、それに要する時間を長期化したりすることも大きなテーマになるであろう。仮に、FRB が 2013 年の Taper Tantrum のように市場に大きなショックを与えた場合は、想定以上に長期金利の変動が大きくなり、グロ

ーバルなチャネルを通じて日本や欧州にも影響が及ぶことが懸念される。

・米国の金融機関でも、利鞘は 2010 年以降に低下を続けている。長期金利が上昇しても、それが貸出金利に波及し、ひいては利鞘を拡大するには時間を要することに加え、そのインパクトもさほど大きくならないとみられるため、金融機関の収益環境が顕著に改善するとは考え難い。従って、金融機関にとっては、金融規制への対応も含む経費率の上昇にいかに対応するかが大きなテーマである。その意味で、米国内で中小金融機関(community bank)に対する規制緩和が議論されていることはもっともである。その一方で、大銀行はここ数年で満期保有の債券を相当増やしており、この点でショック耐性は相当に向上している。

・この間、米国の債券市場ではクレジット物の需要が高まっており、潜在的な過熱感が徐々に積み上がっている。また本年入り後には、中国や香港等の短期金利や為替相場が大きく動いているが、こういった新興国発のショックも引き続き潜在的なリスクである。加えて、金融規制による流動性低下の影響もあって、ドル円ベーススワップの継続的な拡大に象徴されるように、各国の金融市場を繋ぐ機能も低下している。これらを全体としてみれば、米国の金融システムの外的ショックに対する脆弱性はやや高まっているように見える。

・FRB による経済見通しは、2014 年には市場と概ね収斂しており、従って、イールドカーブも FRB の期待する形状であった。しかし、昨年には、FRB と市場との見方がかなり乖離し、結果的には FRB が市場の方向に徐々に期待を変えることで乖離が縮小した。現在でも、こうした乖離は残っており、その背後には先に議論となった不確実性に加えて、潜在成長率の低下もあるように見える。今年も、FRB の見方が市場の方向に収斂するかどうかは注目点である。

井上くモデレーター>

・リードコメントを行った以外にもコメントを頂戴したい。

江川氏:

・間接金融中心の金融システムである欧州や日本に比べて、米国では資本市場の存在が大きいため、金融政策によって長期債のような資産を買い入れることの効果が出やすいのではないかと。それゆえになおさら、FRB が保有する長期債をどうマネージするかが非常に注目される。例えば、米国では MBS の発行コストにスプレッドを乗せることで住宅ローンの金利が決まる。また、住宅ローンを供与したノンバンクは、FHA(連邦住宅局)や VA(退役軍人省)の保証をつけて証券化した上で、Fannie Mae や Ginnie Mae に売却する。これに対し欧州では、住宅ローンの貸出を銀行が担い、証券化は資金調達の小さな手段という位置づけである。この点が、ユーロ圏やスウェーデン、スイスといったマイナス金利採用国でも、住宅ローン金利が 2 %台で動かないことの背景であることが考えられる。

徳島氏:

・私は、人口動態が潜在成長率、ひいては金利水準に影響を与え

ると考える。従って、人口減少の下では、物価が上昇しない限り日本の金利は上がる状況になく、足許でトランプ氏の大統領選勝利によって日米で長期金利が若干上昇したとしても、必ずしも長続きする動きではないと考える。

・トランプ政権による経済政策は、11月の大統領選以降、比較的楽観的に解釈されてきたように思うが、11日の記者会見、20日の就任演説とイベントが続くだけに不透明性は高い。また、米国の金融政策を見通すにあっては、トランプ政権による FOMC メンバーの人選も重要である。Yellen(イエレン)FRB 議長の任期が来年 2 月までということもあり、金融政策に対する新政権の影響については慎重に見極める必要がある。ただし、こうした不確実性を考慮しても、ファンダメンタルズの面で、今は有効な投資先は米国しかないと考える。このような認識は欧州でも日本の年金、保険会社でも共有されている。

井上くモデレーター>

・私も年初にニューヨークでエコノミストの皆様と話を伺ったが、新政権の経済政策の実現性や効果については冷静な見方が多い印象を受けた。そうした方々が、経済政策の柱として指摘したのは、税制改革、通商政策、規制緩和の 3 つであった。

・税制改革は、予て共和党が掲げてきた政策であり、少なくとも現時点で共和党の案とトランプ氏の案に大きな相違がないだけに、実現可能性が高いという見方が支配的だった。特に、国際競争力強化の観点から、法人税の大幅な引下げが実現するとの見方で一致していた。ただし、所得税については、法人税同様に大幅な引き下げが実現するとの見方が聞かれた一方、共和党の基本方針である「均衡財政」の考え方に妥協するために、簡素化をしながら実質的な増税を盛り込むこともあり得るとの指摘もあった。その上で、大島さんが指摘されたように、議会のプロセスを踏まえると実現までに時間がかかる可能性も広く認識されているほか、減税の場合は企業の限界支出性向の要素も加わるため、实体经济への効果は時間的にも大きさという意味でも読みにくいとの指摘も多かった。

・通商政策に関しては、政治的には TPP や NAFTA の放棄と二国間交渉への移行が注目されているが、経済政策の観点ではいわゆる border adjustment(国境調整)に関する議論が多かった。輸入に課税し、輸出に課税を免除する措置であるが、低所得層はこれまでの輸入価格の低下による実質購買力の上昇によって恩恵を受けていただけに、次の中間選挙を展望すると、新政権が実施を強行することについての不透明性も指摘された。この措置は、通商政策としてではなく、VAT を採用している貿易相手国との税制の整合性の観点で一定の意味を有する。皮肉なことに、通商政策としてはトランプ氏の Twitter での「口先介入」の方が効果を発揮しつつあるが、もちろんそのサステナビリティには不確実な面もある。

・規制緩和は、税制改革、通商政策と比較すると、これまでのところ具体的な内容が明らかでなく、従ってマクロ的なインパクトも推測しがたい。ただし、規制緩和は特定の業種に強い影響を与えるだけに、株式市場では非常に強い関心を集めている。

・なお、これら 3 つの政策に関する議論を振り返っても、米国経済の構造問題である長期的な労働生産性の低下を押しとどめる効果をもつ内容が含まれているかどうかは、必ずしも明らかではない。労働参加率の低下は、高齢化の進行に加え、プライムエイジ(働き盛り、25~54 歳)の参加率低下も含んでおり、スキルのミスマッチにも関わるとの指摘が多い。

大島氏:

・相対的には米国企業には「アニマルスピリット」があるが、企業が抱える余剰資金を、本当に設備投資に活用するかどうかが目玉される。低金利で支えられてきた住宅投資がやや後退する可能性があるとするれば、経済成長を続ける上では、設備投資が活性化したり、新規産業に資金が流入したりすることが重要である。従って、新政権がそうした投資を安心させるに足る政策をどれだけ早く打ち出せるかがポイントとなる。この点では、ドル高の影響とその不透明感がある下で、トランプ氏による局所的な Twitter 攻撃が、設備投資や雇用を幅広く促す効果につながるかどうかは未知数である。

・米国と欧州の双方で、移民問題は富の分配とも絡んで大きな論点であり、政治的対応が求められている。移民の排除に伴って市場を分断させることによる経済活動のコスト上昇や、資金の偏在による局所的な金利上昇、新興国における小さな危機といったことへの警戒は引続き必要である。また、金融規制に対する当局のアプローチも注目される。現在空席である FRB の金融規制担当副議長が新たに任命され、それに伴い規制強化派の Tarullo(タルーロ)理事が担当から外れれば、規制や金融仲介の面で変化が生ずる可能性もあり、この点は先に見たように、金融政策の「正常化」を含むアプローチへも影響を与える可能性がある。

井上くモデレーター>

・ドル高が FRB の政策に与える影響をどう考えたらよいか。

加藤氏:

・BIS が推計する名目実効為替レートによれば、米ドルレートは 2016 年入り後も大統領選まではほぼ横ばいであったが、選挙後に 5.1% 上昇し、他の主要通貨と比較しても上昇ペースは速い。もっとも、この程度のドル高であれば現在の景気拡大によってある程度吸収はできるとみられる。

・12 月 FOMC 後の記者会見で、イエレン議長が、新たな dot chart の示唆する年 3 回の利上げについて、ほんの小さな変化であることを再三強調し、市場への織り込みを回避しようとした理由の一つは、「FRB がタカ派になった」と解釈され、ドル高が進行するリスクを避けたい意向があったとみられる。また、保有する MBS の再投資をテーパリングすることに関する議論も、マーケットが過度に注目すればドル高要因になり得る。その一方で、完全雇用に近い段階で財政刺激策が出てきてインフレを抑制する必要が生ずれば、適度なドル高には歓迎すべき面も生ずる。現在のドル高も輸入物価の低下を通じてインフレを抑制する効果を持ちうるだけに、FRB はフォワードルッキングな利上げを意識する必要は当面少ない。

3. 自由討議

井上<モデレーター>:

・ユーロ圏に関して、国債管理政策が長期金利の安定化に果たしている効果についてはどう考えればよいか。

徳島氏:

・欧州では、年金、保険セクターが基本的には満期の長い債券を需要する状況には変化がない。そうした中で、欧州の年金は、ECB がマイナス金利政策を導入した際にも、日本の年金に比べて整齊と対応した。それは、バランスシートの資産と負債が適切にマッチングできていたからである。従って、今でも長めで利回りの高い債券への需要は根強く、40 年債や 50 年債の発行機会が存在する。

井上<モデレーター>:

・欧州における証券化市場の活性化に向けた制度あるいは政策の対応は、今まで出そろったもので十分と言って良いか。

江川氏:

・グローバルに見ても、証券化されている資産の大半は正常債権であり、不良債権(NPL)は歴史的にも極めて例外的である。これは、正常債権は将来キャッシュフローを見積もりやすいのに対し、NPL は既に債務者による支払いが滞っているものであり、こうした見積もりが難しく、基本的に証券化に適さないからである。

・もっとも、イタリアと中国では昨年 NPL の証券化案件がみられ始めている。イタリアの場合は、裏付資産が NPL といっても、不動産担保でカバーされている上に、イタリア政府による保証も付与することで証券化を実現している。したがって、投資家は NPL の借り手の信用リスクを負担するのではなく、イタリア政府のリスクを負担している。また、中国の場合は、NPL のうち確実に回収できそうな金額に対応する senior 部分だけを証券化商品として市場で売却しているとされており、実際の発行がみられるだけに制度整備もある程度はなされているのであろう。

・なお、欧州では欧州投資銀行(EIB)も証券化商品に投資するプログラムを立ち上げており、NPL の証券化商品に政策的に投資する体制も既に稼働している。また、ECB による ABSPP に関しては、裏付け資産についてテンプレートを作成し、関係者に統一されたフォーマットでのデータの提出や開示を求めようになったほか、先ほど述べた証券化商品の優遇の要件として、レボ対象や資産買入れ対象と同等な内容を要求するなど、ECB が証券化商品について標準化あるいは品質維持を目指したインフラ整備を行っている面もある。

井上<モデレーター>:

・パネリストの皆様、どうもありがとうございました。
