

## 議 題

米欧の金融経済情勢と政策

## 開催日時

2019年1月29日&lt;15時40分~17時00分&gt;

## 出席者

伊藤信悟氏 (国際経済研究所 主席研究員)  
 内田和人氏 (三菱UFJ銀行 取締役常務執行役員)  
 江川由紀雄氏 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)  
 岡寄久実子氏 (キャノングローバル戦略研究所 研究主幹)  
 関 志雄氏 (野村資本市場研究所 シニアフェロー)  
 神津多可思氏 (リコー経済社会研究所 所長)  
 左三川郁子氏 (日本経済研究センター 研究本部 金融研究室長 兼 主任研究員)  
 須田美矢子氏 (キャノングローバル戦略研究所 特別顧問)  
 武邑淳史氏 (三井生命保険株式会社 取締役 執行役員)  
 高橋 亘氏 (大阪経済大学 経済学部 教授)  
 露口洋介氏 (帝京大学 経済学部 教授)  
 馬場優司氏 (金融庁 総合政策局 総務課 国際協力調整官)  
 深尾光洋氏 (武蔵野大学 経済学部 教授)  
 神宮 健 (野村総合研究所(北京) 金融イノベーション研究部長)  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融イノベーション研究部 主席研究員) <モデレーター>

## 主要論点

1. 米国の金融経済の動向
2. ユーロ圏の金融経済の動向

## 1. 米国の金融経済の動向

## 井上&lt;モデレーター&gt;:

・第二部では、米中貿易摩擦の影響も踏まえながら、米国とユーロ圏の金融経済動向とその下での政策対応について議論したい。

## 内田氏(リードコメント):

・貿易摩擦に伴う米中経済への影響は3つのプロセスに整理しうる。第一に輸入価格の上昇によるコスト増とそれに伴う需要の減少である。これは米中両国ともに GDP の 0.2%と推計される。第二に関税の強化に伴う輸出の減退である。米国については殆ど影響がないとみられるが、中国は競争力の低下によって GDP の 0.7%のインパクトを受ける。第三に全般的な価格上昇に伴う経済成長率の低下であり、両国ともに GDP の 0.1%程度とみられる。これらを合計すると、GDP に対して米国では 0.3%、中国では 1.0%の下押しになる。昨年の中国の経済成長率は 6.6%であったが、今年は貿易摩擦に伴う 1.0%と中期的な減速トレンドによる 0.3%の合計である 1.3%ポイント分の減速圧力が生ずる。一方で、中国政府は減税やインフラ投資で対応し、人民元相場も減価しているので、これらの効果が GDP の 0.9%分見込まれる。従って、中国の今年の経済成長率は 6.2%前後に落ち着くとみられ、これが市場のコンセンサスになっている。なお、コロンビア大学のジェフリー・サックス教授が FT に寄稿したコラムによれば、米国は今回の貿易摩擦において、冷戦への対応と 1980 年代の対日貿易摩擦への対応で活用した戦術に即して、

「封じ込め」、「関税」、「為替圧力」といった手段を活用しているようだ。その上で同教授は、日本のケースと同じように最終的な解決には 20 年程度の長期を要すると予測している。

・米国では、昨年末から幅広い銘柄の株価が下落し、様々なクレジット市場にストレスが生じるなど「リスクオフ」の状況が生じた。背景としては、第一に貿易摩擦がカナダでのファーウェイ幹部の逮捕にまで深刻化したこと、第二に政府機関が閉鎖されたことが挙げられる。後者に関しては、CBO が 180 億ドルの経済損失との試算を公表したが、GDP に対しては昨年第 4 四半期に 0.2%、今年の第 1 四半期に 0.4%の各々下押しになるとみられる。もっとも、閉鎖は既に一部で解除されており、仮に 3 月に完全に終了すれば、第 2 四半期には GDP を 1.0%押し上げる。政府機関の閉鎖は経済的には一時的な問題だが、市場は、政治のガバナンス崩壊を示唆するイベントとして懸念を示している。「リスクオフ」の第三の要因は Brexit の調整が混乱していることであり、第四にはトランプ大統領に関する疑惑捜査が進展したことである。後者については、ムラー特別検察官の捜査報告が下院の司法委員会に提示され、上院による司法長官の承認後に民主党が弾劾手続きを進める可能性が懸念されている。

・「リスクオフ」を止めたのは、FRB のパウエル議長が 1/4 日と 10 日の二度に亘って行った利上げの停止を示唆する発言であり、AEI 総会等での発言であったため FRB のホームページにも掲載されていないが、極めて大きな影響を持った訳。こうした発言の背景としては 4 つのポイントが推測される。第一に経済指標が ISM のようにセン

チメントに関するものや製造業関連を中心に顕著に低下したことである。第二に金融市場が不安定化したことであり、第三には重要な政治日程が続く中で、金融市場を安定化しておきたいとの意向である。後者に関しては、3月に米中の貿易摩擦の停戦期限が到来し、連邦債務上限の引上げ期限も満了になるほか、トランプ大統領による疑惑捜査の結果が報告される可能性もある。4月にはIMF・世銀の総会、5月にはEU議会選挙と続く。第四には長短金利の逆転を防ぐ意図である。実際に逆転すればFRBに対する信認の問題にも繋がるほか、利下げ圧力が強まることも考えられる。実際、12月FOMCの議事要旨では、政策運営の柔軟化に向けた議論が目立ち、なかでも政策金利の中立水準への接近に関する指摘や、保有資産の縮小に伴う引締め効果に関する議論が注目された。過去にもFRBは、政策金利を中立水準にまで引き上げた後に利上げを一旦止めて様子を見るパターンが観察されている。

・米国の株価は「パウエル・プット」で息を吹き返したが、背後にある企業収益は引き続き好調である。リーマンショック直前の2年間(2005年12月～2017年12月)と比較しても、当時は人件費の増加やネットの利払費の増加によって、実は税引後利益は既に減少に転じており、付加価値率も悪化していた。今回も、人件費の増加は相応のマイナス要因になっているが、売上げの伸びや税負担の軽減によって、企業収益は拡大傾向を続け、付加価値率も非常に高い水準を維持している。足許までにS&P500社のうち113社が決算発表を行ったが、昨年の第4四半期については約12%の増益を記録し、今年の第1四半期について10%程度の増益予想を示している。セクター別には、資本財、サービス、ヘルスケアが好調で、テクノロジーや通信が不調であるといったばらつきはあるが、全体としてみれば企業経営者は米国経済の先行きにそれほど悪くない見通しを持っている。合理的なPERの前提の下でS&P500指数は2600程度が適切とされるが、場合によって2700台の後半といった水準となってもおかしくない。

・今回の「リスクオフ」による市場の動きを、流動性リスクや市場リスク、ソルベンシーリスク、価格変動の分布の偏りといった要素に即して分析すると、昨年10月からは過去にない顕著な変動が観察されていた。しかし、足許で一気に改善しており、この点にも「パウエル・プット」の威力が現れている。なかでも投資資金については、昨年10月以降は大規模な流出を見せていたのに、本年1月からは流入に転じ、特にブラジルやメキシコといった新興国の為替や株式の価格を押し上げている。人民元相場や中国の株価回復にも寄与しているとみられる。なお、原油相場に関しては、米国でのシェールオイルの増産メカニズムが強いので、持続的に回復することは期待しにくい。ただし、1バレル40～50ドルの水準で推移する限り、ロシアのようなエネルギー産出国の経済に打撃をもたらす可能性も低く、先進国にとっては家計の実質購買力や企業収益にプラスになるので、世界経済にとって相応にプラスの影響が期待される。

・米国経済の先行きを展望すると、減税や低金利の効果によって消費は堅調さを維持する一方、純輸出には中国の景気減速の影響が

現れてくる。2018年の経済成長率は2.9%であったが、IMFは2019年について2.5%と予想している。1980年以降の景気後退局面を時系列で並べてみると、3番目と6番目は不動産バブルの崩壊によって深い落ち込みが生じたが、次の景気後退は、製造業の在庫調整が主因であった4番目や、消費活動の減速が主因であった7番目のように、比較的軽い調整に止まることが想定される。この間に金融経済の調整がどの程度進んでいるもポイントとなる。例えば、住宅投資は利上げペースが緩やかだただけに落ち込みは小さいが、製造業に対しては中国経済の減速もあってストレスが大きく、相応の在庫調整に繋がることが考えられる。また、家計の債務はGDP比でみてリーマンショック前よりも低く、デット・サービス・レシオも低位に止まっているほか、企業の債務もGDP比でみて過去最高になっているが、利益との差で見た実質的な金利負担は歴史的に低い。このようにバランスシート調整のリスクは大きくない。

・家計の雇用と所得が良好で、減税効果も最も大きく顕在化するほか、過去2年のドル高の反動でドル安が期待され、低金利も維持されることを考えると、米国経済が大きな調整局面を迎えるリスクは当面は小さいと考えられる。

## 2. ユーロ圏の金融経済の動向

### 井上(リードコメント):

・ECBは、経済成長見通しの下方修正を繰り返しているほか、IMFも、最新のWEOで2019年のユーロ圏の経済成長率を下方修正した。同じく景気の減速が目立つ中国と比較しても、政策対応の余力は相対的に乏しい。もともと、2017年後半の成長率が高かったために減速感が強まっている面も否定できないし、下方修正後の見通しをみても、2019年は潜在成長率近傍に止まることが示唆されており、市場の一部にみられる景気後退への懸念は行き過ぎであろう。

・昨年を通じて経済成長率が減速する中では、純輸出のマイナス寄与が大きかった一方、個人消費の下支えが目立った。その意味では外需の影響が強かったといえるが、ユーロ圏の場合は外的ショックに対する脆弱性の影響も無視し得ない。ECBの政策理事会の議事要旨をみても、景気減速の背景やその持続性について様々な見方が示されている。つまり、グローバルな保護主義の強まりやBrexitの混迷、ドイツやフランスの政治的不安定化、フランスでの大規模な暴動やドイツの自動車産業における環境規制への対応といった要素が並存しており、Draghi総裁は、1月の政策理事会後の記者会見でこうした状況をgeneral uncertaintiesと名づけ、経済活動全般を萎縮させる可能性に懸念を示した。

・内需のうち消費は、消費者マインドだけでなく小売上のようなハードデータにも足許で減速感が窺われるが、基調的には堅調さを維持している。雇用や所得、純資産といったファンダメンタルズが、ユーロ圏全体だけでなく各主要国でも安定して伸び続けていることが背景である。純資産の増加には住宅価格の広範な上昇が寄与しており、この間の原油価格の下落も、ユーロ圏の場合は実質購買力の上昇を通じてプラスに寄与する。設備投資は、2016年頃から拡大

が本格化したばかりであったが、2018 年からは一進一退となり、主要国の間でも違いが明確になってきた。企業のマインドも全体としては改善が続けているが、製造業は各主要国を通じて頭打ちになっており、鉱工業生産も消費財の減速が目立ち始めた。もともと、設備投資の場合も背後のファンダメンタルズは良好であり、設備判断 DI や設備稼働率は中期的にも高水準であるほか、企業収益もユーロ圏全体でも各主要国についても緩やかな増加が続いている。

・純輸出は、2017 年後半に顕著に拡大した後、2018 年に減速に転じた。ウエイトの大きいドイツは GDP 比が久しぶりに 1.5% を切るなどネガティブな印象を強めている。中国向け輸出の減速が主因とされることが多いが、ウエイトの大きい英国向けの減速も目立つ。これに対し米国向けは、貿易摩擦に対する駆け込みの影響もあったのかモメンタムを増していた。品目別には、輸送機械を含む機械の減速が目立ち、米国向けと中国向けの双方で減速が見られる。

・総合インフレ率は、原油と食料品の価格に左右される状況が続いており、足許で減速している。基調的なインフレ率は、2017 年のような景気拡大でも加速せず、1%前後で安定している。この間、労働市場は着実に拡大し、失業率も 3% 台に達したドイツを別格としても、各主要国で改善が進み、ユーロ圏全体で 8% 台まで低下した。長期失業も減少傾向にある下で、雇用コストは業種別にも主要国別にも上昇トレンドが明確になっている。それでもインフレ率への波及が見られないパラドクスが生じており、ECB は企業におけるマージンの削減がいずれ限界に達し、価格に転嫁されるとの立場を取っているが、市場には懐疑的な見方も少なくない。

・銀行貸出のモメンタムは強くなく、消費者ローンや住宅ローンといった個人向けに比べ、事業法人向けが総じて停滞している。主要国別には、フランスで伸びが目立つが、それ以外は 2018 年の中盤以降に停滞感が明確になった。特にイタリアでは、銀行が不良債権処理を進めていることもあり、事業法人向けの貸出はかなりのペースで縮小している。ECB の銀行貸出サーベイによれば、イタリアを除いて全体としては貸出スタンスに大きな変化がみられないだけに、貸出の停滞には需要側の要因が大きいと推察される。貸出需要の低迷は、設備投資の頭打ちといった景気循環による面が大きいとみられるが、長い目で見ると、事業法人の債務残高が GDP 比で見て極めて高い水準にあることも関連しているとみられる。これに対し、家計の債務は欧州債務危機前に高水準であったスペインでも調整が進み、主要国全体で抑制的になっている。このような状況を踏まえると、次の景気後退の際に事業法人を念頭に置いた銀行貸出の支援策を講じて、効果が発揮できない恐れがある。

・ECB は昨年末で量的緩和を止め、保有資産の再投資を続けるので、国債や国際機関債の保有残高は維持される。もともと、カバードボンドのような多様な資産も買い入れてきたので、それらが償還される結果、バランスシート全体の規模は緩やかに縮小することになる。Draghi 総裁の記者会見などを踏まえると、ECB としてはユーロ圏の景気が減速しても潜在成長率近傍を維持できるのであ

れば、金融政策の「正常化」を肅々と進めたいという考えにあるとみられ、従って利上げの開始を本年秋以降と想定していた。ところが景気が実際に減速し、インフレにもモメンタムが高まらない中で、ECB 自身も経済の先行きに対するリスクを下方修正した。

・このため、市場では利上げ開始の時期に対する見方を相当に後退させただけでなく、次の景気後退の際の緩和手段にも関心が高まっている。Draghi 総裁は多様な手段があると強調しているが、ユーロ圏の金融経済構造の下で様々な課題があることも否定できない。国債買入れの場合、国によって十分な量を確保することが困難であったり、買入れ年限を柔軟に変えることができなかったりする可能性がある。マイナス金利政策は、日本に比べて批判が少ないとはいえ、これ以上強化することには政策効果とのバランスを含めて異論も多いであろう。クレジット資産の買入れには柔軟性の余地があるが、国による社債市場の規模の違いも含めて、政策効果の面で検討すべき点も少なくない。1 月の政策理事会でも議題に上った TLTRO の再開についても銀行貸出に対する需要の問題が残る。

・公的部門の債務比率を比較すると、財政支出を拡大する余地のある国も確かに存在するが、景気刺激の必要な国ほど財政状況が既に苦しいという悪循環に陥っている。このため、金融緩和の手段に様々な課題が残っているにも関わらず、ポリシーミックスの観点で金融政策に過度な負担がかかりやすいことも、ユーロ圏経済の大きな問題である。

### 3. 自由討議

神津氏:

・米国経済全体の評価は内田さんが説明された通りだと思うが、関税引上げの影響がいずれは顕在化するであろうし、ドル安や資源価格の反発の可能性も考慮した場合、インフレ圧力はどの程度になると考えればよいか。

・ユーロ圏の純輸出に関しては、中国の景気減速だけが犯人ではないとの説明であったが、中国向けが減速していることは事実であるし、これは主としてドイツ経由で顕在化しているのではないかと。加えて、ユーロ圏には Brexit の影響を受ける国もあるので、全体として外需の弱さになっているように見える。一方、イタリアに関しては景気の減速に比べても、銀行貸出の縮小が顕著である。つまり、資金需要が弱いだけでなく、金融システムが抱える問題によって資金供給にも支障をきたしていると理解すべきではないか。

内田氏:

・米国経済のアキレス腱はスタグフレーションのリスクであろう。米国は実際に制裁関税を導入してきた訳であり、家計の実質購買力や鉄鋼などの生産コストに影響を与えている。この間に賃金も年率 3% 近いペースで上昇しているので、世界経済の成長力がそれほど強くなく下方リスクも相応にある中で、FRB は今年の後半にインフレ圧力の抑制のための 1~2 回の「調整利上げ」を行うのではないかとこの見方が市場に存在する

**井上くモデレーター：**

・ユーロ圏の純輸出に関する図表は、傾向をみるために移動平均をかけてあるので足許の変化が見難いが、原データでみるとご指摘のような特徴がより明確になる。ユーロ圏にとっての外需の減速を全て中国に起因するものと整理するのは適切ではないという点では、神津さんの理解と同じである。イタリアの金融システムに関しては、マクロ的な不良債権の減少も大手行の対応による面が大きく、中小銀行の問題を解決するには時間がかかるという構造に変化はない。国内与信は中小銀行に支えられる面が大きいだけに、このことは神津さんが示唆されたように供給側から与信を下押ししていると考えられる。ただし、これは主要国ではイタリアに固有の問題であり、それ以外の国での与信の減速には需要側の影響の大きさが示唆される。

**須田氏：**

・米国経済にとって、移民労働力の減少、特に流入する技術者の減少が進むことは生産性などの面でどのような影響を与えるのか。また、Brexitに伴って、民間金融機関はロンドンの業務を米国に移すとの見方もあるが、実態をどう理解すればよいか。

**関氏：**

・米国では移民の技術者や学者を通じた中国への技術流出を警戒しており、監視を強めている。中国政府は優秀な人材を帰国させるため、「千人計画」をはじめとする優遇制度を運営している。米国に滞在している中国人の技術者や学者は、そのまま留まるのか、それとも中国に帰国するかという選択を迫られている。なお、米国政府がこれから留学や就職などの目的で米国に入学しようとする人々になかなかビザを発給しないようになれば、中国の優秀な技術者や学者が日本に流入することも考えられる。

**内田氏：**

・国際金融システムの中で、株式市場についてはニューヨークが最大だが、金利とそのデリバティブの市場ではロンドンが圧倒的に大きい。Brexitに伴って、北欧の年金や中東、ロシアの投資資金にとっての仲介の場が変化するとしても、それは米国へのシフトではなく、欧州大陸へのシフトであろう。例えば、フランクフルトは為替の取引拠点として以前から重要であったし、パリも足許では政治的な混乱に巻き込まれているが、マクロン大統領が労働改革などを積極的に進めることで受け皿としての魅力を高めている。

**高橋氏：**

・米国では、財政赤字が顕著に増加しているのに、貯蓄率の上昇もあってクラウドファンディング・アウトも顕在化していない。また、輸入の増加によって経常収支は悪化しているのに問題視されない。これらの「双子の赤字」に関するサステナビリティをどう考えるか。また、日本はこのような状況でも財政刺激を活用するのに対し、ユーロ圏では財政支出が抑制されている結果、ECBによる金融政策に過度な負担がかかっているのではないか。

**内田氏：**

・CBOも昨日公表した資料で、2022年には財政赤字が1兆ドルに達する見通しを示している。そもそも経常収支が赤字基調である上に財政赤字が増加するので、消費を海外からのファイナンスで支える状況が続くことになる。1980年代の中頃には、実質金利を非常に高く誘導することで資本流入を維持しながら、抜本的なドル高調整を行った訳であるが、今回も最終的には関税と為替調整の組み合わせによるやや極端な政策に依存することが考えられる。

**井上くモデレーター：**

・ユーロ圏経済は、景気減速に対して財政刺激を行うべき国ほど既に財政状況が悪化している一方、財政余力のある国が財政刺激を行うと、金融経済をむしろ過熱させるリスクがあるという悪循環に陥っている。それでも、余力のある国が財政刺激を行えば、域内全体に相応の効果をもたらすであろうが、イタリアの例から明らかなように、政策効果を享受してほしい国では波及メカニズムが十分機能しないというジレンマもある。長い目でみると、次の景気後退の際にECBの金融政策に対する過度な依存が生じ、しかし従来ほどの成果を発揮できないことが明らかになった時点で、現在の経済統合の問題点が再認識され、共通債の導入や法人税のプール化といったステップを踏みながら、財政統合に向けたモメンタムが逆に高まるのではないかというのが、私の希望的観測である。

**左三川氏：**

・米国では、FRBによる利上げの継続に保有資産の縮小による「量的引締め」の効果が加わることで、金融引締めの効果がより強く発揮されているのではないか。前回の金融引締め局面は単なる利上げであったが、今回は量的緩和を一旦行った後の利上げと「量的引締め」という別な局面になっている。それでも内田さんが説明されたように企業収益が増勢を維持している理由としては、利上げを経ても政策金利が中立水準に達していないことや、財政面からの支援があることなどによるのか。

**内田氏：**

・昨年10月から金融市場が不安定した際には、緩やかな利上げよりバランスシート縮小が注目され、クレジットスプレッドの拡大に大きな影響を与えた。FRBだけでなくECBも日銀も大量の資金供給を行ってきたことで、リスクフリーレートだけでなくクレジットスプレッドも圧縮され、コベナンツのような借入れ条件も緩和されていたが、世界の中央銀行の総資産規模は、2017年の半ばのピークに約15兆ドルに達した後、現在は1兆ドル減って約14兆ドルとなった。この間にはFRBが保有資産を縮小し始めただけでなく、ECBは量的緩和を停止し、日銀も国債買い入れのペースを実質的に減速したので、金融緩和の強度は顕著に低下しており、クレジット市場でも徐々に調整が始まった訳である。この結果、FRBが利上げを停止しても、企業によるネットの利払いが徐々に増加する。こうして企業収益が徐々に低下すると、いずれは景気全体も後退局面に入る。ただし、今年はまだ減税効果も大きいので、ネットの利払いの増加が企業収益を大きく毀損することはなく、早く2020年のことではないか。

**江川氏:**

・クレジットスプレッドは、リスクフリーレートに遅れて動く面があるので、量的緩和の縮小とか保有資産の縮小によって徐々にクレジットスプレッドが上昇し、結果として企業収益に圧力がかかることは考えられる。一方、内田さんが説明されたように米国企業のキャッシュフロー創出力は強いので、これ以上に有利子負債が増えない可能性がある点も考慮すると、ネット利払いの増加も大きくないとみられる。

**内田氏:**

・非金融法人の債務残高は GDP 比でみて過去最高に達しているが、資産側には莫大なキャッシュを抱えている。特に大手のテクノロジー企業はそうした傾向が強いので、ECB や日銀が利上げを進めるといった段階にならない限り、リスクフリーレートやクレジットスプレッドが上昇しても、企業の成長期待や設備投資が急に下方屈折するとは考えにくい。市場がむしろ懸念しているのは世界の政治のガバナンスが崩壊するリスクである。米国に関してはトランプ大統領が過激な政策を進めたり、弾劾に直面したりするリスクがあるほか、今年は日本が議長を務める G20 は成功するかという点も意識されている。

**井上<モデレーター>:**

・議論は尽きないところであるが、予定の時間になったので会合の第二部はこれで終了したい。ご多用な中をご出席いただき、大変ありがとうございました。

\*\*\*