

議 題 ユーロ圏の金融経済情勢と欧州中央銀行の政策

開催日時 2018年7月13日<14時30分~17時00分>

出席者

内田和人氏 (三菱UFJ銀行 取締役常務執行役員) <欠席>
 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 (みずほ第一フィナンシャルテクノロジー 代表取締役社長)
 翁 百合氏 (日本総合研究所 理事長) <欠席>
 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) <欠席>
 北村行伸氏 (一橋大学 経済研究所 教授)
 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) <欠席>
 須田美矢子氏 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)
 高田 創氏 (みずほ総合研究所 専務執行役員 調査本部長)
 武邑淳史氏 (三井生命保険株式会社 取締役 執行役員)
 徳島勝幸氏 (ニッセイ基礎研究所 金融研究部 年金研究部長 兼 年金総合リサーチセンター長)
 根本直子氏 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト)
 福田慎一氏 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)
 細野 薫氏 (学習院大学 経済学部 教授) <欠席>
 柳川範之氏 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)
 渡部敏明氏 (一橋大学 経済研究所 教授) <欠席>
 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>
 石川純子 (野村総合研究所 金融イノベーション研究部 主任研究員) <事務局>

主要論点

1. ユーロ圏の経済動向
2. ユーロ圏の物価動向

1. ユーロ圏の経済動向

井上<モデレーター>:

・ユーロ圏を対象に4つのパートに分けて議論したい。まず、实体经济に関しては第1四半期の経済指標が米国に比べても落ち込みが大きかった点が注目される。もちろん、後半で議論する政策運営との関係でも、これを一時的と看做して良いかどうか大きなポイントになるし、当面のリスクをどう考えるかも重要になっている。

・欧州委員会は昨年秋の見通し以降、ユーロ圏全体の潜在成長率を実質で1.5%と推計している。昨年後半の実質GDP成長率はその2倍近いペースになった局面があったので、第1四半期は尚更に減速した印象を与える。需要項目には、輸出と設備投資の減速が目だった。これを受けてエコノミストによる2018年の予想経済成長率(ECBのSPFによる)も頭打ちになったが、潜在成長率よりも高い。ECBは第1四半期の景気減速が一時的との見方に立っており、6月の政策理事会に提示したスタッフ見通しも、2018年の予想成長率は若干下げたものの、それ以降は概ね不変に維持した。先行きについては海外発のリスクを指摘しつつも、リスクバランスは引続き中立としている。また、欧州委員会の推計によれば、ユーロ圏の主要

3. ユーロ圏の金融環境
4. 欧州中央銀行の金融政策

国は今年中にはGDPギャップがプラスに転じると予想しており、この点も物価を考える上で重要なポイントである。

・主な需要項目について主要国別も含めてみていくと、個人消費が景気拡大の牽引車である点に変わりがない上に、第1四半期も小売売上高などはモメンタムを強めていた。消費者のマインドも、ユーロ圏全体でみても各主要国でみても頭打ち感はあるが、指数の水準は高い。SNAベースで消費比率を種類別に分解すると、耐久財には減速感が窺われた一方、ウエイトの高いサービスは極めて安定している。消費の堅調さの背景には、各主要国の間で所得の絶対水準には違いがあるが、フローの意味で着実な増加があり、自身の中心は雇用者報酬である。加えて、資産効果を上げる向きも多い。個別国のデータが取り難いのでユーロ圏全体で見ているが、家計の純資産は着実に増加し、住宅等の実物資産の価格上昇による面が大きい。

・これに対し、設備投資は第1四半期の減速が明確であっただけでなく、2016年度前半から緩やかな減速基調にあるようにも見える。それでも、設備投資計画は堅調さを維持しており、経営者のセンチメントも頭打ち感はあるが水準は高い。センチメントを業種別にみると

建設業の改善が著しく、一部の主要国で指摘されるように住宅建設や設備投資の現場では人手不足が表面化しているようだ。それ以外は、製造業は総じてしっかりしているが、非製造業には業種によって弱さもみられる。設備投資の要因のうち、鉱工業生産には減速感もあるが、設備稼働率は各主要国で高水準に達し、設備判断DIもイタリアを除いて改善が進んでいる。なお、ECB のサーベイによって中小企業の状況を確認すると、昨年末までのデータであるにも関わらずモメンタムの低下が窺われていた。設備投資のもう一つの要因は企業収益である。4 四半期の移動平均でみているので足許の変化がはっきりしないが、増勢は維持できていたとみられ、売上高計上利益率も各主要国により水準は異なるが、安定的に推移していた。このように、消費に比べて設備投資は減速度合いがはっきりしていたが、主たる要因には変化がなかった。

・ユーロ圏全体の域外向け輸出額には減速も窺われるが、主要国別を含めて対 GDP 比でみると極めて安定している。通商摩擦との関係もあるので主要な相手国別にみると、グロスでは対米輸出が増加を辿っているほか、対中国(含む香港)輸出も 2016 年後半から伸びを高めている一方、対英国は 2016 年から横ばいになっている。ネットの貿易収支も、対米黒字は増加の一途を辿っている一方、対中国では輸入の急増によって赤字になっている。

・ECB は金融政策の正常化を決定した 6 月の政策理事会では、第 1 四半期の景気減速を一時的と整理した。第 1 四半期の経済成長率を前期と国別に比較にすると、スペインやイタリアでは大差なかったが、ドイツとフランスの落ち込みが比較的大きかった。その上で、現地当局が揃って指摘した「一時的減速」の要因は、冬季の天候が厳しかったことやインフルエンザが大流行したこと、一部国で大規模なストライキが実施されたことなどである。また、金融市場では、昨年後半のユーロ高の影響が尾を引いているとの見方も多い。もっとも、ECB は後者の仮説に否定的であり、欧州企業も今や米国市場で PTM 的な価格付けをし始めているという分析を提示している。席上資料には主要 4 カ国の経済の現状と展望について整理したので、必要に応じてご参照いただきたい。金融市場の注目を集めるイタリアも多くの指標に改善がみられるが、公務員給与の引上げや金融システムの強化策のために財政は悪化を続けている。欧州の政策当局も通商摩擦の展開を気にしているが、先に見たように、現時点で企業の hard decision に対する影響は不明確である。

須田氏:

・金融危機以降、ユーロ圏では一定の為替レートの下で国際競争力を強化する上で、賃金切下げが求められる厳しい状況であったが、ユニット・レイバー・コスト(ULC)を確認すると、スペイン等を中心に適切に調整されているように見える。

井上<モデレーター>:

・ユーロ圏の政策当局は、ULC の動向をもとに域内諸国の convergence が進捗したと主張したいであろう。特にスペインでは ULC の前年比伸び率が一時マイナスになるなど金融危機後の優等

生とされた。イタリアも足許でマイナスとなっているが、金融システムの不安定化に伴って強制的に実現している面もあろう。また、政策当局が強調するように主要国の経済成長率にも収斂の兆しがある。しかし、依然としてばらつきが残る下で、convergence は十分かという問題は残るし、次の景気後退の際に、こうした自律的調整だけでなく財政等による資源の再配分メカニズムを活用すべきか否かが議論になっている。今回の欧州サミットでは財政収入の共有化といった重要論点も取り上げられるはずであり、かつ独仏の首脳の間で事前に調整が図られたが、結局は移民問題への対処に埋め尽くされたようだ。

高田氏:

・実際の調整過程では、個別国通貨という調整手段が無い中で、全体としてユーロが下がったことの影響が大きい。経常収支をみても、ドイツの黒字が一段と増加し GDP 対比 8%程度という高水準に達しているほか債務危機の発端となった赤字国も黒字化している。ユーロ圏には、マイナス金利を含む金融政策が貢献しているため、金融政策の「正常化」と同時に、世界的に見た経常収支の不均衡をどのように正常化するかも議論すべきだ。本来は財政出動によって不均衡が是正されるべきだが、ドイツですら財政拡大の気配はなく、経常収支の正常化もなかなか進んでいない。

根本氏:

・家計の純資産の底堅さは、ECB が金融政策の「正常化」を進める上で理由にできるだろうが、イタリアのように回復が大幅に遅れている国もある点に注意すべきである。イタリアのソブリン債格付けは現在 BBB だが、目下議論されている財政拡大が実現した場合は、投資適格を維持できず債務問題が再燃するリスクもある。また、銀行部門の不良債権問題が解消しておらず、経済の成長を妨げている点も脆弱性として指摘できる。

井上<モデレーター>:

・イタリアの政治不安については、根本さんが示唆したように問題の核心は財政にあるようだ。連立政権は財政拡張路線を標榜しており、現地の専門家からは、今回の欧州サミットでイタリアが難民問題に関する負担の不公平さを主張したのも、財政規律に関してブリュッセルから譲歩を引き出すためではないかという指摘を耳にした。ただし、市場がイタリアの政治不安にこれだけ注目しても、国債利回りの上昇は急ではあったが長続きしなかった。その意味では、ECB の買入れによって長期金利が抑制されていることは否定できないし、それが少なくとも結果としては、イタリア政権のモラルハザードに繋がっている可能性も否定できない。

高田氏:

・家計の純資産の動向は住宅価格に依る部分が多い。具体的には、不動産価格が上昇しているドイツや北欧では改善している一方、住宅市場の改善が鈍いイタリア等の南欧では改善していない。これには不動産価格の金利感応度の高さが指摘される中、マイナス金利下で国際収支が黒字であることからスプレッドが上乗せされない

ドイツや北欧では、超低金利が不動産価格を押し上げている一方、財政状況などを背景にスプレッドが上乗せされ、相対的に金利水準が高止まっている南欧では浮揚効果が限定的となり、純資産がプラス化するほどの効果もたらされていない状況だ。

福田氏:

・不動産価格が上昇している背景には、マイナス金利導入によって不動産に対する影響の大きい長期金利の水準がかなり低下している点に加え、企業部門が資金を蓄積し借入れ需要が限定的であるために、銀行貸出が不動産に向かうという構造要因がある。

北村氏:

・北欧での住宅需要の高さの背景には、国際資金フローの流入を促す意図もあり、資産課税や相続税の廃止といった税制による優遇措置が指摘される。南北での違いにはこうした制度の違いも寄与しているかもしれない。また、欧州にとどまらない論点だが、人口構成の若返りの有無も指摘できる。北欧では少子高齢化が底打ちし、将来見通しが改善しはじめている一方、南欧では将来の成長期待が低下した状態が続いている。

須田氏:

・ECB は、ユーロ圏経済の第一四半期の弱さは一時的であったと判断しているのだが、その根拠となるハードデータは公表が遅れるだけに、マインド関連の指標に依存している印象を受ける。ファンダメンタルなデータだけを基にそうした判断が行われているのか。あるいは、資産バブルのような金融不均衡への懸念や、ドラギ総裁の任期満了前の利上げ開始といった配慮による面はないのか。

井上<モデレーター>:

・ご指摘の通り、ユーロ圏の経済指標は米国などに比べて公表が遅いように感じられる。一方で、今回の景気指標の鈍化が印象を悪くしている要因の一つは、先に見たようにドイツやフランスといった大国の鈍化が目立つことにもあるようだ。実際、ドイツの経済指標は第 2 四半期に入っても、顕著に回復しているとは言えない。日本時間の昨年公表されたばかりである 6 月の政策理事会の議事要旨からも、この点に関する議論が行われたことが窺われる。

2. ユーロ圏の物価動向

井上<モデレーター>:

・ユーロ圏でも足許で総合インフレ率が上昇しているが、エネルギーと食料品の価格上昇による面が強く、基調的インフレ率には目立った変化はみられない。ドイツでは、先に見た建設業を中心とする人手不足によって賃金上がり、サービス価格に上昇圧力を生じているようだが、ユーロ圏全体としてはそうした特徴はみられない。これを財とサービスに分解すると、後者の寄与度は 0.5%程度で驚くほど安定しているのに対し、前者はエネルギー価格などの動きに振り回されている。これらをさらに主要品目別にみると、財についてはエネルギーと食料品が振れ幅を作ってきた一方、サービスでは通信関連によるマイナス寄与が目立つ以外に目立った動きはない。実際、主

要国の一部では金融危機以降に抑制されてきた公務員給与を引き上げる動きも散見されるが、それらもサービス価格の上昇圧力にはなっていない。なお、ECB は直近の Economic Bulletin の中で、新たな基調的インフレ指標としての PCPI (persistent and common component of inflation) を説明している。これを HICP と比較すると、総合でもコアでも ECB が説明するように、いわば over the cycle の動きを抽出しているようだ。

・物価に関連する要素のうち為替レートをみると、去年後半には ECB による金融政策の「正常化」に対する思惑もあって、ユーロ相場は大きく上昇したが、本年春頃からはやや反落している。従って、輸入物価に対しても押し下げ圧力がまだ続く可能性がある。実際、ユーロ圏でも為替レートと輸入物価の関係は比較的明確である。

・もう一つの重要な要素は賃金である。ユーロ圏の労働需給も失業率から見て相当タイトになっている。主要国だけを取り出しても、確かにばらつきは残るが、ドイツの失業率は 4% を切り、他国も金融危機後のピークからは相当に低下した。Draghi 総裁が常々強調するように、債務危機以降にユーロ圏全体では 200 万人近い雇用が創出された。この間、長期失業をユーロ圏全体とフランスを除く主要国についてみると、イタリアでの改善ははっきりしないが、ユーロ圏全体では着実に減少している。また、労働参加率も全体としては改善しているが、国別のばらつきはここでも大きい。因みに空職率と組み合わせると 2006 年以降の UV 曲線を描いてみたが、ユーロ圏全体ではシフトアップしたように見えるものの、ドイツのように曲線のシフトが不明確である国もあり、そう単純ではないようだ。その上で、賃金を Labor Cost Index (LCI) で比較すると、ドイツでは高い伸びがみられる一方、イタリアやスペインも伸び率は相対的に低いものの改善方向に動いている。産業別には、先程から指摘している建設業については、ドイツだけでなくスペインでも高めの伸びを示している。

・ユーロ圏の失業率は日米に比べて表面的にはなお高いが、現地では、構造失業率も高いのであれば、失業率が高いうちから賃金上がるはずとの指摘も聞かれる。残念ながら、ECB も欧州委員会も構造失業率を公式に公表している訳ではないので、ここでは OECD の推計による NAIRU を用いて「失業率ギャップ」を近似的に示した。ドイツはほぼゼロになっているが、ここに来て改善した訳ではなく、長らくゼロ近傍であった。それ以外の主要国のうちスペインは急激に改善しているが、全体として改善ペースは緩やかである。このため、ユーロ圏全体で見て、賃金に対して上昇圧力を加えていること自体は明らかなようだ。

・インフレ期待について、まずサーベイベースでみると、家計は主要国で総じて上昇基調を維持している中で、イタリアは足許で大きく反落している。企業のうち製造業は上昇を続けてきた後、若干頭打ちになっているのに対し、サービス業はもちろん国によって DI の水準は違うが、総じて上昇を続けている。この間、金融市場の期待を ECB のサーベイ結果で見ると、長期(5年)は比較的安定しているが、それより短い期間については実際のインフレ率に沿って上昇した。

最後に、市場ベースのインフレ期待について、ECB が見ているフォワード金利で見ると、これまで順調に上昇してきたが足許で頭打ち感が出ている。

福田氏:

・住宅価格の上昇に相反して、家賃の上昇率が低下している点気になる。

大島氏:

・住宅価格は、アジアからの移民等の富裕層による不動産購入が押し上げに寄与している可能性がある。一方で、家賃については既にその水準で暮らしている市民の生活を考えると、家主も上げにくいという社会問題が関わっているのではないかと。

石川<事務局>:

・ユーロ圏の住宅市場の評価は、昨年に比べれば過熱への警戒感がややトーンダウンしている印象を受ける。一方でドイツでは引き続き過熱が指摘されており、一因として海外資金が商業用不動産に流入している点が挙げられている。加えて、需給バランスのタイト化、すなわち低金利を背景とした緩和的な金融環境や、労働市場の改善が需要を押し上げている一方で、建設業の供給制約がボトルネックになって需要に見合う供給ができていない点も指摘されている。

大島氏:

・南欧の場合は捕捉範囲の問題もあり、失業率など労働市場統計が実態を正確に表しているか疑わしい。一方でセンチメントは、ヘッドラインが国民の困窮具合を如実に表しているという指摘もある。イタリアのように労働市場の改善が遅れている国の経済情勢を判断する際にどの指標を参照すべきか、難しい問題である。

石川<事務局>:

・スペインは失業率が低下しているが、生産年齢人口の労働参加率が定価していることから実績より良く見えているという部分もあろう。

大島氏:

・欧州では英語力が高く共通資格試験を通過した若年層がドイツで就労するなど、労働市場のモビリティが高いため、一国の参加率だけを見ても実態は分からないのではないかと。

須田氏:

・スペインでの失業率の高さの背景として、若年層の高学歴化が指摘されてきたが、足もとの失業率の低下には、労働市場の構造変化が関係しているのか。

石川<事務局>:

・欧州でも労働市場の構造変化の一つとして高齢者の労働参加が指摘される。特に年金受給年齢の引上げ等を背景に、60 歳以上の参加率が上昇している点が若者の減少を補っている面もあろう。

須田氏:

・物価について、財価格は長期で均してみれば日米欧いずれもゼロ%台であり、欧州だけが弱いとは言えない。したがって2%のイン

フレ率を達成できるのかという点ではサービス価格の上昇率が重要になる。欧州のサービス価格は景気感応的なのか。

井上<モデレーター>:

・先程みていただいたように、サービス価格による HICP 総合インフレ率への寄与度は、0.5~0.6%で長期に亘って極めて安定している。つまり、欧州債務危機の下でもその程度は上昇したし、その後に景気が回復してもそんなに上がらないという意味で、景気循環に対する感応度は低いと考えざるを得ない。

福田氏:

・サービス価格については「サービス＝無料で提供」という世界的かつ構造的な考え方がある。実際は、サービスは無料ではなく、何らかの形で対価が支払われる、あるいは他の形で利益を上げる戦略となっているが、伝統的な物価指数ではそれらは捕捉できない。

北村氏:

・以前はサービスというのはその場に行って受け取るものであったが、最近のサービスは例えばインターネット上で完結するなど、物理的な移動が必要なくなっているという点でも構造が変わっている。現在の物価指数はこうしたサービス提供を捕捉しきれていない、というメジャーメントの問題点もあるのではないかと。

須田氏:

・それらが全て捕捉された場合、インフレ率にはどのような影響があるのか。

北村氏:

・提供されるサービスの質が同等であるならば、人々は無償のサービスを選択する。したがって価格は上がらない方向になる。

須田氏:

・サービスを提供するために開発されたシステム構築には、多額のコストがかかっており、本来はそのコストも物価に反映されるべきだ。

大島氏:

・例えば個人情報登録することでサービスの提供を受けるという行為は、自分のデータを売るという市場が成立していることを意味するが、これらの取引は現状全く統計に反映されていない。こうした市場の取引価格を取り込んでいくと、サービス価格が上昇していく可能性もある。

根本氏:

・為替レートについて、足もとのユーロ安は輸入物価の上昇を通じたインフレ圧力として好意的に捉えられているようだが、今後、例えば貿易摩擦等を背景とする安全資産への逃避や、中国を始めとする新興国通貨の下落によって、想定を超えるユーロ高がもたらされた場合、物価や企業活動に与える影響はどう考えられるか。

大島氏:

・過去を振り返ると、金融政策の出口に近づいてユーロ高を誘発する局面や、ユーロ圏の競争条件がやや厳しくなる局面では、必ず何

らかの危機が生じ、むしろユーロ安がもたらされて貿易収支が改善するパターンが多かった。こうした微調整を繰り返しつつ、徐々にグローバルなマクロ環境が良くなる状況に即した形でしか、ユーロ相場の正常化は進まないのではないかと。また、金融市場の投資家はこうした微調整を増幅させがちであるだけに、国際的な資金シフトが必然的に起きてしまう。イタリア国債を巡っては、売りたい投資家がいる一方で、運用難で買いたい投資家がいるという現状が、微調整の繰り返しを示唆している。

福田氏:

・かつて債券投資は利鞘を取りに行くものだったが、近年はクレジットを取ることを主眼においている。

大島氏:

・確かに投資家が想定するリスクの中身が変化していることを感じる。期間利益として株のリターンも取り込まざるを得ないのが現状であり、株ですら配当という観点での利回り資産として捉えられているようだ。

高田氏:

・マイナス金利政策を採用した欧州と日本では、為替レートの引下げと同時に、金利の消滅に呼応してクレジット市場が失われたため、ポートフォリオバランスを通じて、賃料というリターンがある不動産と、配当というリターンがある株に資金が流入した。

江川氏:

・株や REIT を利回り資産とみなし、それまではこうした資産に資金を振り向けていなかった金融機関が運用資産とみなすようになったことは事実だが、債券市場でクレジットの領域がなくなったかどうかは個別の分野によって異なる。例えば、企業向けのレバレッジドローンでは 500bps~600bps 程度のスプレッドが存在し利回りを確保できているほか、ユーロ圏の国債でも、各国のイールドカーブの違いを映じて、ドイツ対イタリアでは利回りの絶対水準に差がある。したがって、債券市場でも、金融機関が資金運用によって十分に採算のとれる分野があるように思われる。

高田氏:

・レバレッジドローンや低格付けの国債といった局所的にはクレジット市場は残るが、債券市場の大部分の金利が沈んでしまうと、クレジットがほぼ機能しない世界になるのではないかと。むしろ、債券市場で金利が高い部分とは、ボラティリティの観点で考えると株式市場に非常に近い世界になっているのではないだろうか。

江川氏:

・確かに、レバレッジドローンは自己資本比率が低い企業が借りているローンであるから、負債であっても株式に近いという見方もある。

徳島氏:

・欧州の年金の近年の動向をみると、3 年ほど前にマイナス金利が導入された際は、単純なイールドだけでは利益を確保できないため、ストラクチャーものに資金が流入した。昨年~今年初になると、金利上昇を意識し始めるようになっているが、国債のように単純に金利

感応度が高い資産より、引続き、金利上昇に強いストラクチャーものなどを選好している。換言すれば、流動性より非流動性のプレミアムが重視されている印象を受ける。欧州では年金給付が物価連動する点も、こうした動きに影響しているようだ。

武邑氏:

・投資主体も投資対象も多様化しているが、この背景には、規制の影響で資金供給源であった銀行が供給できなくなった資産に、ノンバンクから資金が流入している面もあろう。全体的にみればクレジット・スプレッドは潰れているが、その下で、こうした投資主体や投資対象の組み替えがドラスティックに起きているようだ。

3. ユーロ圏の金融環境

井上くモデレーター:

・ユーロ圏全体としての銀行貸出の伸びは、消費者ローンが比較的高水準で、住宅貸付も堅調である一方、事業法人向けは前年比プラスだがゼロ近傍という特徴に変わりはない。このため、残高でみると、住宅貸付は事業法人向けにほぼ拮抗する状況になっている。これを主要 4 カ国別にみると、ドイツはどの種別の貸出も堅調に伸びており、フランスも比較的堅調に推移しているが、イタリアでは好調な個人向けと減少を続ける法人向けの二極化が明確であり、スペインにもそうした傾向が窺われる。背後にある銀行貸出への需給を ECB のサーベイによって確認すると、ユーロ圏全体ではこの数年に亘って銀行は貸出姿勢を前傾化していることが窺われるが、借り手の需要は足許でモメンタムがやや低下しているようにも見える。また、ECB による別のサーベイによって中小企業だけに着目すると、確かに緩和的な金融状況が維持されてはいるが、担保を含む貸出条件の面では足許でタイト化の兆しもみられる。銀行貸出の金利も、総じて言えば低下が続いているが、個人向けは資金需要が堅調な中で下げ止まり感も窺われる。これを種類別かつ主要 4 カ国別に分けてみると、住宅ローンは昨年以降、各国とも下がりにくくなったようだ。

・社債市場では、事業法人やノンバンクによる発行は高水準だが、金融機関による発行は引き続き抑制されている。この間、住宅価格については、ECB の FSR をみても警戒色が後退した印象を受けるが、もともと、この問題は国によっても、大都市部と地方部でもかなり様相の異なる事象であった。一方で、最近の FSR ではシャドーバンキングに関する議論が増えている。実際、銀行以外の主体による総与信は着実に増加し、ECB の定義による FVC や OIF といった主体による金融仲介のウエイトが高まっている。同時に、FSR は OIF によるリスクテイクの増加を注視しており、その内容も単純な金利リスクというより、クレジットリスクを絡めていると推測している。

・これらを踏まえて、今回の FSR はユーロ圏の金融システムにとっての主要なリスク要因を 4 つに整理している。第一に国際金融市場におけるリスク評価の急激な調整であり、主として米国での利上げの進捗に伴う資産価格のリプライシングと、それに伴う金融環境のタイト化を念頭においている。第二に低成長、低金利の下での銀行の収益性低下による金融仲介機能への影響である。日本と同じ問

題だが、銀行の収益に関しては競争環境や効率性といった構造的な要素も指摘している。第三に政府部門と民間非金融部門の債務残高が非常に大きい点である。これはユーロ圏に限らず、金融危機後にグローバルにみられる現象であり、そのまま利上げが進んだり、景気後退を迎えたりすると金融危機に繋がることへの警戒である。第四は先に見たシャドーバンキングによる資金調達リスクである。様々な理由で金融環境がタイト化した場合には、資金調達難によってシャドーバンキングの金融仲介機能が低下し、ひいては実体経済に影響が生ずるとの懸念である。

・ユーロ圏の銀行のバランスシートを合計すると、あまりデレバレッジが進んでいるようには見えない。ただし、主要国別にはスペインで資産圧縮の動きが明確であったのに加えて、イタリアでも緩やかながら銀行の総資産は減り始めたように見える。これをFSRによってより広い国々について借り手側から見ると、主要国ではベルギーやフランス、スペイン、ポルトガルで政府部門と民間非金融部門の債務残高の双方が大きい。また家計の債務を残高と成長率の双方からみても、主要国ではベルギーやフランスに加え、フィンランドやルクセンブルクが結構高い。

・ECBによるSSMの下にある銀行の不良債権残高は、国によって引続き大きなばらつきが残るが着実に減少しており、不良債権比率も10%を切るようになった。もともと、銀行の総資産の状況を踏まえると、依然として「追い貸し」が行われていることが推察されるが、少なくとも不良債権に関しては、減ってはきたが相応の水準を維持している。しかも、相対的にはイタリアやスペインの規模が大きい。この間、ユーロ圏の銀行の頑健性はTier1比率でみて主要国ともに改善を続けている。もともと、収益性をROAやROEでみると、改善傾向が必ずしも不明確であるだけでなく、水準も金融危機前に比べて大きく低下したままである。

・不良債権については、主要国の中ではイタリアが目立つが、不良債権比率は相対的にはお高いが顕著に改善しており、新規発生抑制が効いているようだ。同国独自の不良債権の定義である「bad debt」の残高を業種別にみても、総じて低下傾向が窺われる。ただし、興味深いことに上位3つの業種は建設、卸・小売、不動産であり、日本の経験に照らしても、イタリアの不良債権問題の主たる背景が不動産バブルとその崩壊にあることが推測される。実際、イタリア銀行(中央銀行)のFSRによれば、同国の不動産価格、なかでも住宅の価格は下落傾向によりやく歯止めがかかった状況にある。なお、イタリアの不良債権については、中小金融機関のウエイトの高さや法廷内での(企業の)破綻処理の問題など、日本人には馴染みのある特徴点が少なからず見出される。

福田氏:

・ユーロ圏の大手金融機関のビジネスはグローバル化している一方、中小金融機関は国内業務に特化しているだけに、国内の金融経済の影響を受けやすい面がある。

井上くモデレーター:

・かつての日本との類似点という意味では、イタリアの不良債権問題においても、組合組織の金融機関を中心にガバナンスの弱さという課題を抱えている。このため、現地当局も業態転換と合併を短期間のうちに進めようとしている。

武邑氏:

・私が2年前前にイタリアを訪問した際には、不良債権の流通市場が未整備である点を課題として指摘する向きがみられた。その後、大手銀行が不良債権のバルクセール等を実施したことを考えると、そうした課題も緩和している印象も受けた。

井上くモデレーター:

・昨年春にECBがユーロ圏諸国について不良債権の抑制に向けた課題を整理した際、イタリアについては、法廷外での企業の破綻処理に加えて、不良債権の流通市場についても未整備であることを指摘した。

根本氏:

・まさに日本では20年前に取り組んだ課題と共通している。不良債権が長期に亘って銀行のバランスシートに残ると、ファンディングコストが嵩むだけでなく、人的な資源も他に活用できなくなる。イタリアの不良債権比率は大きく低下したが、まだ10%を超えているので、実質的にはその2~3倍の金額の債権に注意を払う必要がある。また、中小金融機関については、そもそも数が多すぎてコスト面での経営効率にも問題が残るようだ。

福田氏:

・イタリアは金融機関だけでなく国全体としてもモラルハザードに陥り、何かあればドイツに助けを求めようという考え方が問題を複雑化していることも懸念される。

徳島氏:

・シャドーバンキングの拡大は、やはり、銀行が貸出をバランスシートに抱えにくくなったことの裏返しであろう。私が本年春にロンドンで関係者にヒアリングした際には、その理由として自己資本比率規制を挙げる向きが多かった。実際、銀行は将来の「Basel IV」まで意識しつつ、貸出へ抑制的に対応したり、実行した貸出を市場で売却する可能性が高いとの指摘があった。また、東京で投資家と話をすると、欧州の銀行貸出債権への投資に関心を示す向きもみられ、そうした動きが広がると、グローバルな資金の流れにも変化が生ずる。

江川氏:

・その通りであろう。ECBの言うシャドーバンキングの中には、保険や年金による与信だけでなく、投資ファンドによる貸出も含まれる。銀行の役割の一部を実質的にファンドが代替している。

根本氏:

・私も同感である。例えば、GPIFも海外の銀行貸出債権に相応に投資していることが明らかになっている。ユーロ圏では金融機関以外の主体による債券発行も増えているだけに、銀行中心の金融システ

ムという特性はどのように変化するのか。特に市場ベースの金融仲介は、ECB による金融政策の「正常化」によってどのような影響を受けるのか。FRB が時間をかけて進めたように、ECB にも相当慎重な対応が求められるように思う。

須田氏:

・金融危機は監督当局から良く見えないところで生ずるものである。投資ファンドの運用資産には不透明な面が残るので、ECB による金融政策の「正常化」によって投資の巻き戻しが生じた場合に、どのような影響が生ずるか推測しにくい。

江川氏:

・ユーロ圏の銀行貸出債権に対する投資家のうち、域外のウエイトは結構高いように思う。日本国内でも、米ドル建て債券に投資しようとしても、為替ヘッジすると利回りが確保できないといった理由で、ユーロ建て資産への関心は強い。米国の投資家も同じだと思う。

徳島氏:

・かつて日銀の金融市場局が、今後は「ファンド型資本主義」の方向に進むと主張したのに対し、私自身は懐疑的であったのだが、今や、当局はファンドの投資やその資金調達源を少なくとも見ておく必要がある。「ファンド型資本主義」のネガティブな側面に、より留意すべきだろう。銀行に対する規制だけが厳格化することが、資金の流れにどう影響するかは重要である。代替的な資金の出し手が保険や年金といった金融の専門家であれば良いが、そうでない基金のようなものであれば、必要な規制のあり方も異なるはずである。

福田氏:

・そうした基金は良く言えば「長期保有」のプレーヤーだが、悪く言えば情報開示に乏しく、当局からは投資の実態が見え難い。

大島氏:

・銀行がこうしたファンドに投資する場合には、自己資本比率との関係があるので、ファンドの投資資産を look through で管理するはずであるし、当局に対する説明責任の観点から、投資資産も valuation がきちんと把握できるものに限定するはずである。しかも、そうした投資資産は、どの程度の期間で流動化しようかという観点からも管理するはずである。さらに言えば、環境問題への対応なども含めて、ファンドの投資資産が実際にどのような事業に使われているかという点まで管理するはずである。そうしたプレッシャーのない投資家や資金余剰に悩む事業法人がこうしたファンドに対する資金の主たる出し手になった場合、量的な意味で金融環境が急変した場合に思わぬショックが起きることも懸念される。ユーロ圏に限らずグローバルにみても、金融システムを鳥瞰しうる金融監督が整備されないまま、金融政策の「正常化」を進めることには心配な面がある。

4. 欧州中央銀行の金融政策

井上<モデレーター>:

・ECB の金融政策に関しては、「正常化」の背景に関する妥当性も重要である一方、影響の現れ方も考える必要がある。また、次の景

気後退の際に活用する政策手段にも注目が高まっている。

・ECB による金融緩和の中心的手段である資産買入れのうち、社債買入れについては順調に買入れを続けており、格付けの分布をみても ECB はクレジットリスクを比較的取っている。実際、社債買入れに対する期待が生じた 2015 年末以降は、社債利回りの低下やクレジット・スプレッドの縮小はもう一段加速した。また、事業法人による社債発行も、市場規模を反映して国別にばらつきはあるが、総じて高水準で推移しており、これらの意味では意図する政策効果を発揮したと言える。

・マイナス金利政策については対象となる当座預金残高が約 1.9 兆ユーロで横ばいになっている。この間、民間銀行の預金金利もユーロ圏全体の加重平均でみて、まだ下がり続けてはいるが、下落ペースはかなり鈍化してきた。特に法人預金は、概ねゼロ金利に達した。ECB は銀行貸出サーベイに、マイナス金利の影響に関する特別質問を時折含めているので、初回(2016年1月)と直近(2018年5月)とを比較してみた。過去 3 ヶ月間の貸出金利については低下したとする回答は大分減少したほか、同様に貸出量についても増加したとする回答は減った。また、過去 3 ヶ月間の貸出利鞘が縮小したとする先が減った一方で、手数料を引き上げたとする回答も減少した。ユーロ圏の銀行も、当初の印象よりはマイナス金利政策への対応が難しくなっているようだ。

・最も重要な公共債買入れについて、ECB の政策理事会は 6 月会合で今後の運営方針を決定した。つまり、今年の 10 月以降は毎月 150 億ユーロ増に減額した上で、年末で停止することにした訳である。景気や物価が堅調であるというファンダメンタルな理由に加えて、少なくとも市場ではユーロ圏の分断された国債市場に対するストレスが意識されていた。フローの買入額と各国政府による国債発行予定額を対比すると、ECB の買入れペースが大きく減速してきた結果、昨年に比べて比率は概ね半分程度まで減少した。ただし、ストックの買入れ額を国債発行残高と対比すると、2017 年末にはドイツで 4 割強、オランダも 3 割強といった高い水準に達する国が生じていた。

・金融政策の「正常化」を進める上で最も大事な条件は、インフレ目標の安定的達成であり、それを支える需給ギャップの好転とインフレ期待の安定という、日銀が言っているのと同じ話である。ECB は、まず 2016 年の 12 月に「総括的検証」のようなものを行い、「正常化」に関する議論をスタートさせた。そして、2017 年 6 月には、いわゆる「緩和バイアス」を政策理事会の声明文から削除することで、第一歩を踏み出した。続いて、2017 年 10 月には、今年の 1~9 月については資産買入れの規模を半減するという大きな決定をした訳である。さらに、今年の 3 月にもフォワード・ガイダンスを修正した後、前回(6月)の政策理事会で、先に述べたように今後の資産買入れの減額と停止を決定した。

・もっとも、この間には「正常化」を一步進めると同時に、フォワード・ガイダンスを明確化するというパターンを通じて、コミュニケーションの面ではかなり慎重に対応してきた印象もある。実際、本年 6 月の

際も、市場の早期利上げの思惑に反して、利上げは来年夏まで開始しないと新たにコミットした訳である。そのためか、例えばユーロ相場も、政策理事会前には「正常化」の思惑を背景に上昇するが、政策理事会直後の Draghi 総裁の記者会見を聞いた途端に下落するという興味深い反応が度々観察された。また、コミュニケーションに関しては、政策理事会メンバーが様々な意見を表明することが市場の批判を招いたためか、政策理事会の議事要旨に示されている通り、執行部が対外説明の方針をメンバーと共有するプロセスが設けられているようだ。もっとも、金融政策の透明性の面では、資産買入れに関する情報開示が日銀や FRB に比べて十分でないとの指摘も市場では聞かれる。今後、保有国債の償還額が増加していく中で再投資やその影響を適切に予測する上では、この点に関する議論が注目される。

・金融政策の「正常化」の順序については、Draghi 総裁を含む ECB 高官が予め示唆しているように、基本的には FRB と同じく量的緩和の停止→利上げ開始→バランスシート削減が想定されているようだ。ただ、利上げのペースについては、緩やかにする意向が示されているが、FRB による dot chart のようなガイダンスはないし、中立金利についても公式には考えを示していない。再投資政策の具体的な運営も含めて、これから徐々にこれらの点に関する考え方や条件が示されていくことになろう。

・今後の政策運営について、もう一つの大きな論点は次の景気後退に際しての政策対応がある。資産買入れを再開する上では一今後の再投資政策の運営如何でもあるが一国債の量的な制約の問題は残っている可能性が高い。マイナス金利政策の再開ないし強化についても一欧州では保険や年金のような長期投資家に焦点が当たることが一広い意味での金融仲介に対する負荷の問題が残る。クレジット資産の買入れ再開ないし強化といっても、例えば社債も資料で確認していただいたように、国によって市場規模も流動性も区々である。一方で、政策手段の最適な選択は次の景気後退の中身による面もあろう。

石川<事務局>:

・ブンデスバンクのバイドマン総裁は、今年の 5 月の講演で独自の見解を示している。1 点目は、米国とユーロ圏とで正常化プロセスに入るタイミングの経済情勢を比較すれば、ユーロ圏の方が良好であるため、ユーロ圏において正常化プロセスの開始から利上げまでにかかる時間は、米国対比短くなるという点。2 点目は、再投資終了のタイミングと利上げ開始のタイミングはどちらが先になるか分からないという点。3 点目は、FRB のような詳細過ぎる政策金利の予想パスの公表は、かえって政策運営の弊害になるという点である。

福田氏:

・「ユーロ圏の景気」と言っても、経済規模で加重平均したらドイツの影響が大きくなり、他国は納得できないであろうが、単純平均だと小国のウエイトが高過ぎて実態を反映し得ない。何を以て「ユーロ圏の景気回復」と呼ぶかということが政治的な問題を抱えている。

須田氏:

・ユーロ圏の景気は堅調でも、物価が本当に上がるかどうかは気になる。財とサービスの各々の基調をみると、全体で 2%にはなかなかならないように感じる。

・金融政策のコミュニケーションに関しては、執行部からみれば「ワンボイス」が望ましいのであろうが、政策理事会の様々なメンバーが自分の意見を発信することで問題の本質が見えてくる面もあるように思う。最後は「ワンボイス」に集約するとしても、そのプロセスで様々な意見が示されていたことは望ましく、むしろ、それ以前のように特定のメンバーだけが発信していた状況よりも良かったように思っている。

江川氏:

・ECB による資産買入れは民間債務から始まり、PSPP はかなり後になって開始された。社債や ABS、カバードボンドといった民間債務を先行して買った理由は、国債だと特定の国に関わるが、ユーロ圏の民間企業であれば域内の複数国でビジネスを行っているだけに、ECB として取り組みやすい面があったように思う。各国の金融市場の構造が大きく異なる中で、ECB が各国の出資比率によって PSPP を運営してきたことは、各国の資産を公平に買い入れる観点で限界に来ていているように見える。

井上<モデレーター>:

・ユーロ圏の統一債構想についてはどう思われるか。

江川氏:

・日本の共同発行地方債は各発行体による連帯債務になるので、どこかが償還できなくても他が償還しなければならないが、ユーロ圏の統一債構想ではそうしたメカニズムが想定されておらず、単に複数国が同時に国債を発行するのと変わらないように思う。

徳島氏:

・江川さんが指摘されたように、日本の共同発行地方債のような枠組みにしないのであれば本質的な影響はないし、むしろ同時発行に対するハードルが高いように思う。

江川氏:

・投資家としても別々に発行してもらったほうが分かりやすい。

高田氏:

・欧州域内諸国での財政の共同化がある程度進まないと難しい。

神津氏:

・しかも、各国政府にとっても、国債発行に対する需要の内容は異なるはずである。

・銀行部門の外側にある金融資産のかなりの部分は、過去に銀行部門によって創造された信用が銀行のバランスシートから抜け落ちたものの累積ではないか。そこでは準備預金のメカニズムも自己資本比率のメカニズムも働かないので、こうした資金仲介は金利のみに支配される。1980 年代以降の様々なサイクルを経て、銀行部門

による信用供与は累計的に非常に大きいだけに、そこから抜け落ちて生じたシャドーバンキングの資産規模も相当大きい。そこで、問題はグローバルにみた実体経済の活動総量に対して、銀行の総資産とシャドーバンクの資産の合計がバランスしているかどうかである。直接的な証明は難しいが、既に後者が前者を上回っている可能性があり、従って、規制の弱いところへと search for yield の形で資金が流れているのではないかと。しかも、こうしたバランスを是正しようとすると、銀行部門に再び負荷がかかることになる。なぜなら、既に述べたようにシャドーバンキングは銀行部門のように上手くコントロールできないからである。世界の金融システムは、尻尾が胴体を振り回す状況に追い込まれている。

井上<オーガナイザー>:

・金融システムにストレスがかかった際には、全ての資産が銀行のバランスシートに戻るとのことか。

神津氏:

・各国当局あるいは G20 や IMF も、直接的・短期的には銀行に対してだけ影響を及ぼすので、結局、金融システム全体の問題を、銀行部門を中心に解決しようとするようになる。また、cyclicality によって企業のデフォルト確率が左右されるために、景気が良い時には銀行の資産内容は表面的には良くなる。しかし、景気が長期的にみて中立的な状況になった場合には、それらの一部は不良債権化するはずである。つまり、金融政策によって不良債権問題が顕現化するリスクがあるという意味で、中央銀行は「正常化」に慎重にならざるを得ない。シャドーバンキングは既に過大になっているとすると、金融部門が実体経済を振り回すような状況はなかなか是正されないという袋小路に入り込んでいるのではないかと。

・別の論点だが、かつて日本にとっては対ドルと対ユーロの相場だけ念頭に置けば十分であり、しかも円に対しては両者が連動する傾向があったので、結局ドル円相場だけ見ていれば良いといった感覚だった。しかし、グローバルな事業法人にとって、このところそうした考えが全く通用しなくなった。ユーロと英ポンドは全く違う動きをみせ、ユーロに対するスイスフランや対人民元相場も結構大きく動いている。これらの個々の動きをみないと第三国間でのビジネスでの損得が大きく変わるようになるなど、為替レートの影響は 5 年くらい前とは大きく異なるように感じる。

福田氏:

・シャドーバンキングの規模が拡大しているとしても、銀行と同様なシステムリスクが存在するかどうかは別問題でないか。そうでなければ、金融当局はそこまで規制を課す必要もないはずであり、その辺が明らかになっていないように思う。また、シャドーバンキングに対する規制は技術的な難しさがあるので、特定の領域に規制が集中するといった問題も生じうる。仮想通貨を取ってみても、技術的に規制しやすいために交換所にだけ規制が集中する状況になっているように見える。

江川氏:

・ファンドに対する規制は可能でも、ファンドへの投資家に対する規制は難しい。

神津氏:

・ただし、少し視点を変えると、日本の銀行危機とリーマンショックの双方とも、破綻した大手金融機関は銀行ではなかったが、実際にはこれらの破綻によって金融システムが大きく動揺し、金融市場の機能も停止した訳である。もちろん個々のケースによって異なる面はあろうが、シャドーバンキングの領域でも巨大なプレーヤーが破綻すれば、市場機能に大きな影響を及ぼしうる。

須田氏:

・資産価格に与える影響とそれに伴う波及効果は大きいと思う。

福田氏:

・しかし、バブルが崩壊したら必ず金融危機が起こる訳でもない。例えば、米国の IT バブルでの崩壊によって、資産価格は大きく崩れたが金融危機は起こらなかった。つまり、価格が大きく下落する資産を誰が持っているかによって実体経済への影響は異なる訳であり、マクロプルーデンスは複雑な問題であると思う。

神津氏:

・米国の IT バブルが崩壊した際には、銀行を支援しすぎた面もあった。そうでなければ、リーマンショック前のようなバブルを招来せずにはすんだかもしれない。

武邑氏:

・システムリスクには solvency と liquidity の 2 つの波及経路がある。リーマンショックの場合も、最初はあるファンドに liquidity の問題が生じたことが発端だが、サブプライム等の損失を抱えた SIV というファンドが銀行のバランスシートにもたれかかることで solvency が意識され、問題を拡大していった。これに比べると、現在のファンドは、規制の影響もあって銀行のバランスシートからはある程度切り離しが進んでいるように見える。

福田氏:

・システムリスクは常に形を変えて顕在化する。リーマンショックの際も、米国政府の高官が「もう大丈夫」と宣言した後に非常に大きなシステムリスクが顕在化した。現在では、金融当局もリーマンショックのようなシステムリスクは理解し、防止策を考えているが、次は姿を変えて顕在化するかもしれない。

大島氏:

・中国でアリババやテンセントを通じて理財商品を運用している庶民の中には銀行口座すら持たない方も少なくないようだ。アリババ等は余剰資金については、銀行システムに預金という形で運用している。新たに拡大するこういった運用主体の資金の動きによって流動性の状況が変化する可能性もあり、中国のような国では資金シフトのスピードが速いだけに、金融当局はこうしたリスクをよく見ておくべきである。

・スペインでもフランスでもミレニアム世代の間ではドイツ語を勉強している人が多いと聞く。この結果、米国の rust belt のように、ユーロ圏でも衰退していく地域が明確になった場合に、経済政策はどのように対応すべきだろうか。地域間での経済格差が拡大したとしても、こうした若年層が教育によって就労機会を得られるのであれば、強力な金融緩和を続ける必要はないと考えることもできる。しかし、実際には旧来的な考え方に囚われすぎた結果、過度な金融緩和が実施され、異常に優しい金融環境の中で安易な資金調達がなされている実態をどうすべきかについて答えは出ていない。

北村氏:

・最近、Brexit に再び注目が集まっているが、シティのようにノンバンクのプレーヤーも含めて比較的自由にビジネスをさせるのと、ブリュッセル主導の厳しい規制の下でビジネスをコントロールする欧州大陸の金融センターとは性格がかなり異なる。ある程度自由な世界が残存した方が良いのか、リスクを全て管理する世界に移行するのか。この点は今後の Brexit の展開やその下での英国と EU との交渉如何によるのであろうが、英国的なシステムの底力もあるように思う。

井上<モデレーター>:

・EU 域内で金融ビジネスを行うためには、域内に物理的な拠点を設けなければならない一方、国際的な資本フローのハブとしてのシティの機能はあまり変わらないという理解になってきている。

石川<事務局>:

・3 月にロンドンを訪問したが、現地ではシティの位置付けは今後も残ると指摘が多かった。また、シティにおいても少なくとも銀行部門に対する規制強化も進めているので、金融システムの頑健性もシティの魅力であると思う。

江川氏:

・英国所在の金融機関も、EU のパスポートを活用するには拠点の一部をパリやダブリンといった場所に移す必要があろうが、ロンドンで商売ができなくなることはない。

神津氏:

・EU での金融ビジネスに関しては、GDPR (General Data Protection Regulation, 一般データ保護規則) のような規制の影響がむしろ大事かもしれない。

大島氏:

・1 月に欧州を訪問したのだが、例えば、もともとパリにアクセスがある大手金融機関は、ある程度の拠点機能をロンドンから移すということであった。しかし、そうでないところは、言語の問題や会計などの受入れファシリティ、お子さんのインターナショナルスクールなどを含めるとロンドンには到底太刀打ちできないので、許される限りの拠点機能をロンドンに残し、欧州大陸にはなるべく軽量の拠点を整備するのが基本的流れであるようだ。

北村氏:

・アジアの主要都市とのリンクでは、欧州大陸の金融センターよりも

ロンドンの方が強い。

井上<モデレーター>:

・中東、ロシアも同様であろう。

神津氏:

・アフリカもそうである。

江川氏:

・ロンドン(カナリー・ワーフ)にある EBA は、来年パリに移転することになっている。パリへの転勤を拒否し、退職するスタッフがある程度出現するのではないだろうか。

井上<モデレーター>:

・時間がきたので本日の議論はこれで終了したい。パネリストの皆様には、長時間に亘って活発に議論していただき、ありがとうございました。
