

金融市場パネル
2017年度コンファレンス

米欧の中央銀行の 政策課題と対応

2018年3月19日
取締役常務執行役員
市場部門長 内田和人

三菱UFJフィナンシャル・グループ



0.ポイント整理

1.世界金融危機後の政策課題

- 2007年以降の世界金融危機において、中央銀行の政策課題は(1)自国の金融システムリスク抑制、(2)連鎖的金融危機の回避であった。
- 金融危機が一巡すると、政策課題は(3)デレバレッジ(不良債権処理)への対応、(4)デフレリスク抑制へ、さらに(5)低成長・デスインフレへの対応へ変貌した。

2.中央銀行の機能と役割の拡大

- 政策課題が上記(1)から(5)に変化するのに伴って、中央銀行の機能と役割は、①最後の貸し手、②最大のマーケットメーカー、③リフレ政策の中核機能へと拡大。
- この間の政策手段は、①で講じられたものは②に、②で用いられたものは③にといった形で次々と包摂され、中央銀行のB/Sは前例の無い規模と速度で増加。

3.中央銀行の変化に伴う効果と副作用

- 金融緩和効果は、(a)過剰流動性の供給による投資・投機の拡大(資産価格上昇)、(b)リスクプレミアム縮小に伴うリスクテイク能力の拡大、(c)財政ファイナンスの安定化に伴う機動的な財政支出の出動などを通じて累積的に拡大。
- 副作用は、(a')過剰流動性相場(資産バブル)、(b')Fiscal dominance(財政従属)、(c')Financial repression(金融抑圧)。

0.要旨

- 欧米ではリーマン危機後、金融機関の連鎖的な破綻(金融システミックリスク)を抑制すべく、①大規模な資金供給、②クレジット性資産(社債・CP)の購入、③個別金融機関・企業への直接的な金融支援等、前例のない非伝統的(急進的)金融緩和が実施された。一方、日本では金融危機の影響が軽微であり、当初は漸進的な量的緩和政策に止まった(急進主義vs漸進主義)。
- その後、非伝統的金融緩和政策は、金融リストラ(不良債権処理)やデフレリスクへの対応として、①量的緩和政策の長期化をコミットすることで金融緩和期待を高める(シグナリング効果)、②実質マイナス金利の醸成によって投資家のリスク性資産購入のインセンティブを高め、資産価格を上昇させる(ポートフォリオリバランス効果)、③資産価格の上昇を通じて企業の投資行動や家計の消費行動にポジティブな影響を与える(資産効果)等の金融リフレ政策(Asset Driven Economy)にシフトし、世界的に株式・不動産価格が上昇傾向を強める結果となった。
- 日本ではデフレ対応として漸進主義的な量的緩和政策が実施されていたが、政権交代を契機に急進主義(アベノミクス)に転換、さらに黒田新日銀体制が前例のない大胆かつ超急進的な金融緩和(金融政策のレジームチェンジ)に踏み切り、急激な円安・株高を示現させる金融リフレ政策を成功させた。もっとも、金融リフレ政策による短期的なインフレ目標は達成されず、量的緩和、マイナス金利、イールドカーブコントロール、ETF購入など金融緩和の政策手段を次々と拡大させた。こうした政策の累積的な効果と副作用の両面が双方向に拡大しているのが現状。
- 日米欧の中央銀行が同時連鎖的に非伝統的な金融緩和策を実施したことにより、世界的にFiscal dominance(財政従属)とFinancial repression(金融抑圧)が強まっている。中央銀行自身が金融市場のメインプレイヤーになっていることも将来の出口政策を困難化させ、マクロブルデンス上においても、市場の不安定化リスクを生む。

1.世界金融危機後の金融政策の効果と副作用

1	金融危機への対応、流動性危機の封じ込み(急進的量的緩和)
2	超低金利長期化、低ボラティリティによる「Search-for-yields」の増幅
3	デフレ対応・金融リフレ効果(Asset Driven Economy)
4	金融リストラクチャリング(デレバレッジ・不良債権処理)への対応
5	将来の金融緩和を高めるシグナリング効果(コミュニケーション政策)
6	過剰流動性相場と信用リスクプレミアムの過度な縮小
7	非効率な所得分配(‘資本>労働’=貧富の格差)
8	大規模な政策介入による市場価格の歪みと市場流動性の低下
9	Fiscal dominance(財政従属)とFinancial repression(金融抑圧)
10	先進国から新興国(中国)へのマネーシフト
11	コミュニケーション政策の限界(中央銀行と市場とのギャップ)
12	シャドーバンキングの隆盛(金融仲介機能の変質)
13	マクロプルーデンスの矛盾(中央銀行プット)
14	出口政策の困難性(欧米:量、金利、 日本:量、マイナス金利、株式、YCC)

2.政策効果～リスクプレミアム縮小、株価上昇

米金融政策と金融市場

－ クレジットスプレッド －



(Source) Bloomberg, MUFG

－ 株価/REIT －



(Source) Bloomberg, MUFG

5

欧州金融政策と金融市場

－ ソブリンスプレッド －



(Source) Bloomberg, MUFG

－ 株価 －

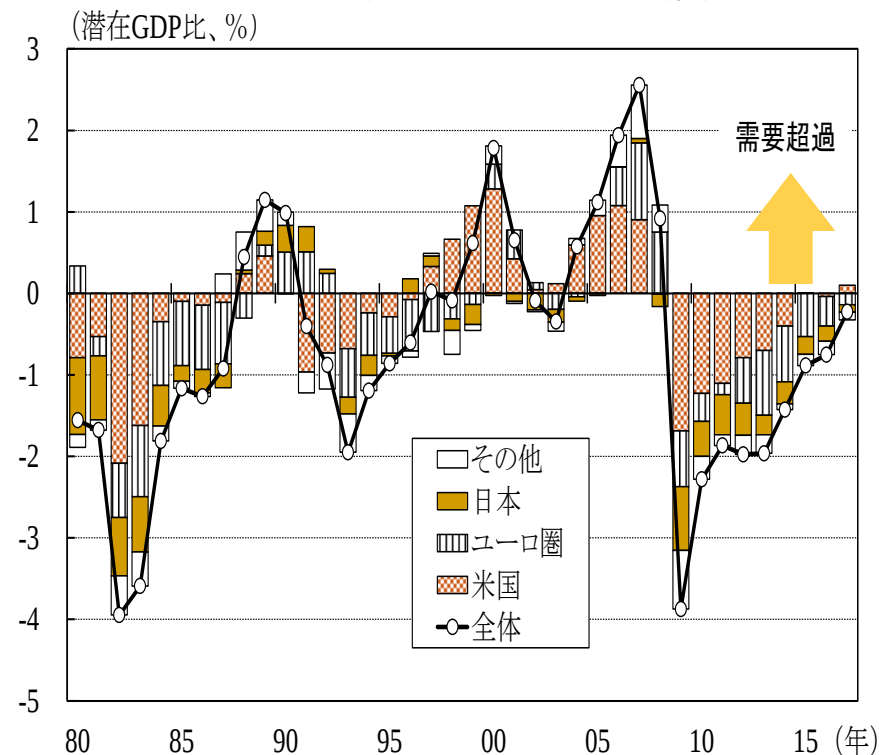


(Source) Bloomberg, MUFG

2.政策効果～デフレギャップ解消、金融リフレ効果

デフレギャップからインフレギャップへの転換

先進国のGDPギャップの推移



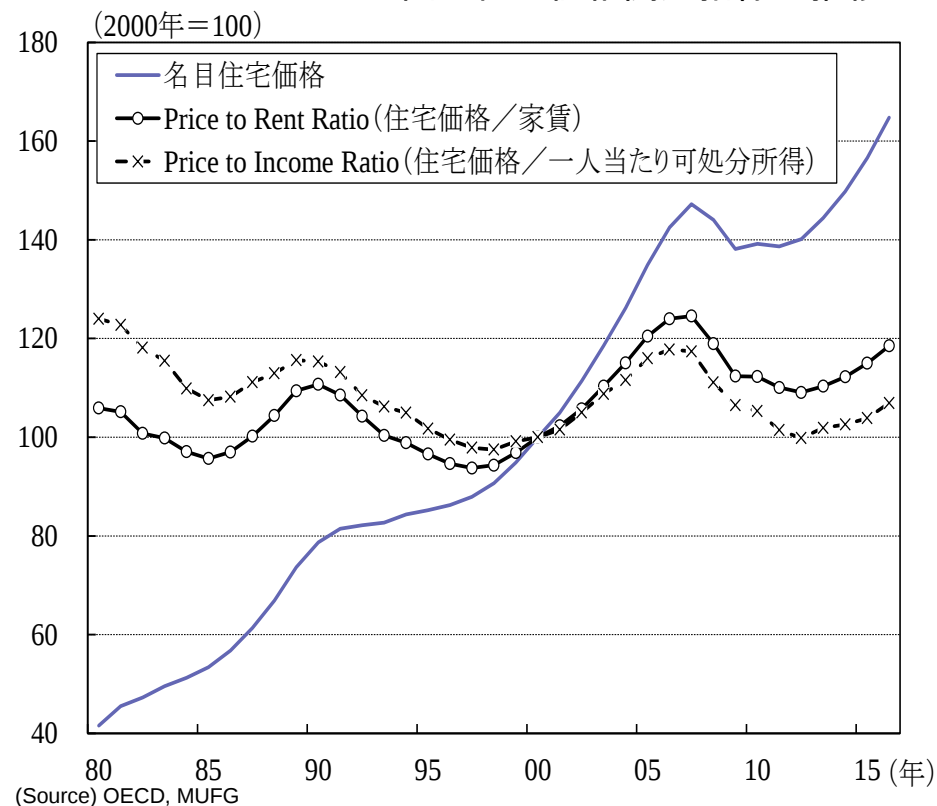
(Note) 1. 『GDPギャップ』は、潜在実質GDPから実際の実質GDPを差し引いたもの。

2. 2017年は着地見込み。

(Source) IMF, MUFG

金融リフレ効果は不動産価格・家賃に反映 (帰属家賃が欧米のCPIを押し上げ)

OECD加盟国の住宅価格関連指標の推移



3.コミュニケーション政策の効果・副作用

【コミュニケーション戦略の効果・副作用】

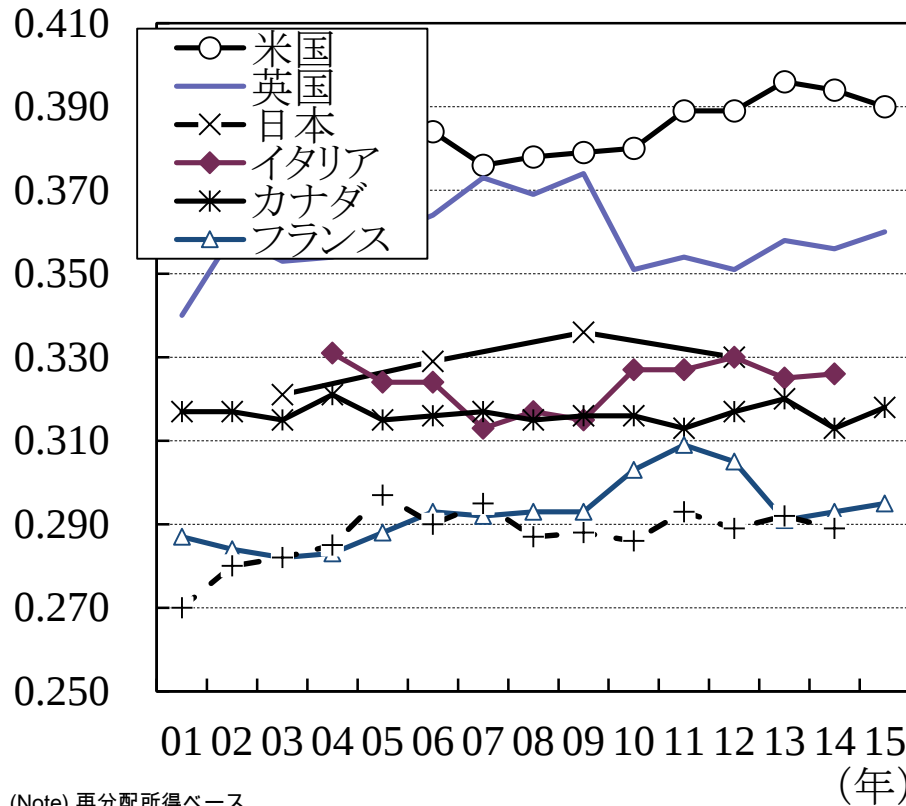
日米欧中央銀行は市場との対話(コミュニケーション戦略)を充実化させており、将来の金融政策に対する市場の予見性を高めている。フォワード・ガイダンスは、市場コンセンサスの醸成に一定の効果をあげているが、中央銀行の政策見通しと市場の織り込みとの間にギャップが存在したり、実際のヘッジが遅れ、市場ボラティリティが高まるリスクが潜在化するなど課題が残る。

	Fed	ECB	日銀
コミュニケーション戦略	■ フォワードガイダンス導入(08年12月) ■ 政策金利のドットチャート提示 ■ 議会証言等	■ 政策金利のフォワードガイダンスを導入(13年7月) ■ QEのフォワードガイダンスを導入(15年1月) ■ スタッf経済見通し等	■ フォワードガイダンスの導入(13年4月) ■ 展望レポート ■ 総裁国会答弁等
効果 (直接の金融政策効果を含む)	■ 利上げ時期を織り込ませることで資産価格高を形成	■ QEの継続姿勢を示し周辺国スプレッドのタイト化に寄与	■ 強い緩和バイアスをかけたコミットメントを継続し、金利差による円安や資産価格上昇に寄与(シグナリング効果)
課題と副作用	■ 市場の利上げ織り込みとFed見通しに乖離が発生 ■ ドットの中央値が経済見通しと整合的とは言えず ■ 政策金利見通しの修正によりボラティリティがより上昇する局面も	■ 今後の軌道修正(Tapering)や転換(利上げ)において周辺国国債や社債市場への影響大	■ 大規模な包括的金融緩和(量的緩和・マイナス金利・YCC・ETF等)の軌道修正は困難 ■ 高度なコミュニケーション要 ■ 個別の金融緩和の修正が全体修正を連想する可能性 ■ 為替市場への影響大

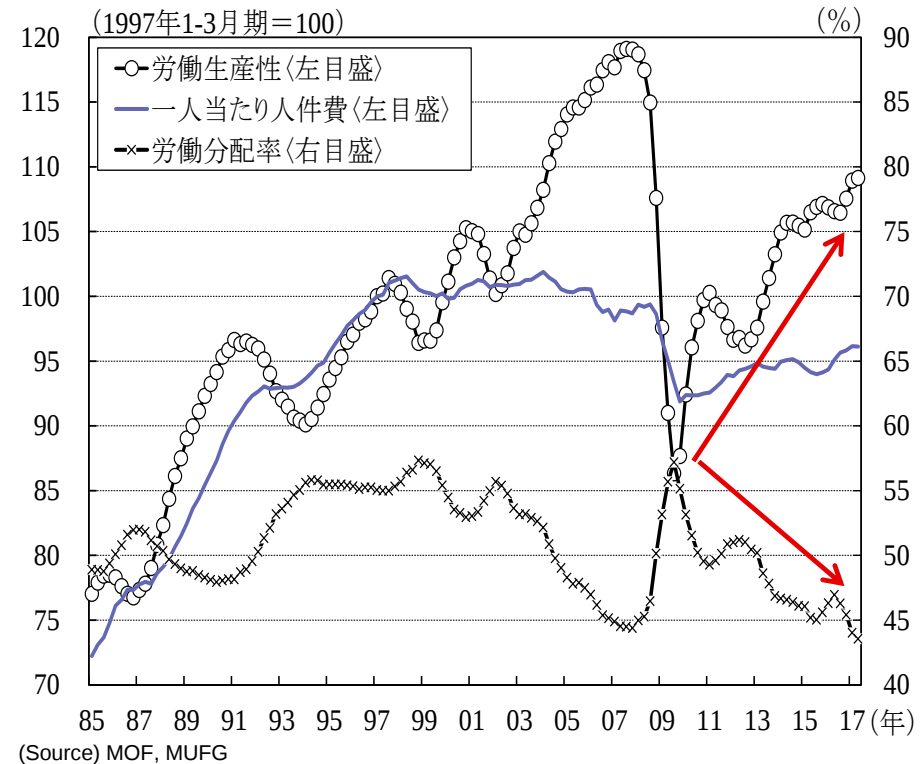
(Source) Fed, ECB, BOJ, MUFG

4.政策の副作用～非効率な所得分配(貧富格差)

ジニ係数の国際比較

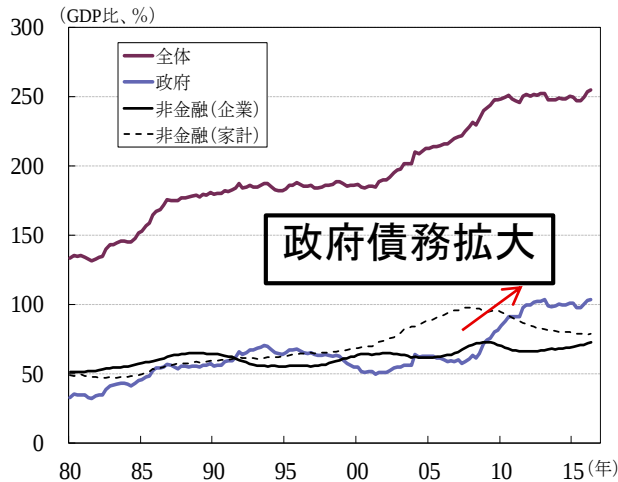


名目労働生産性・労働分配率・賃金の推移(大企業)

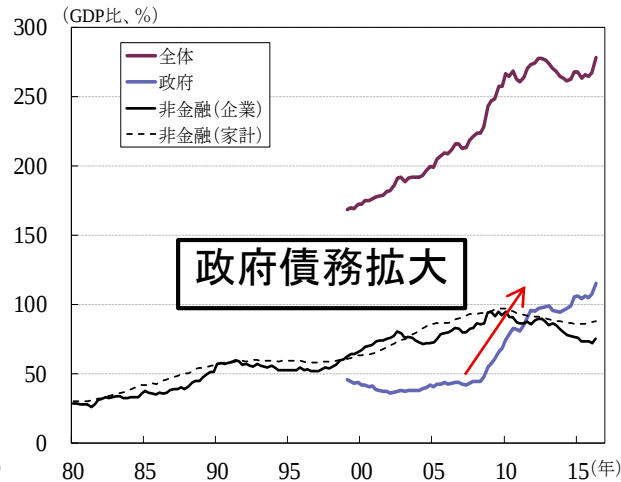


4.政策の副作用～財政ファイナンス(債務比率上昇)

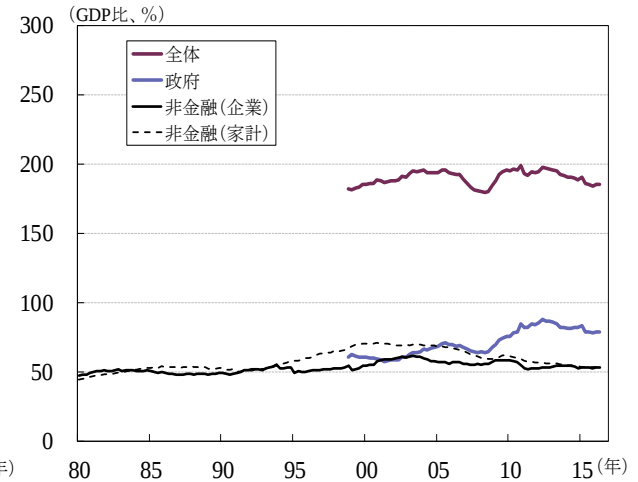
米国の債務残高の推移



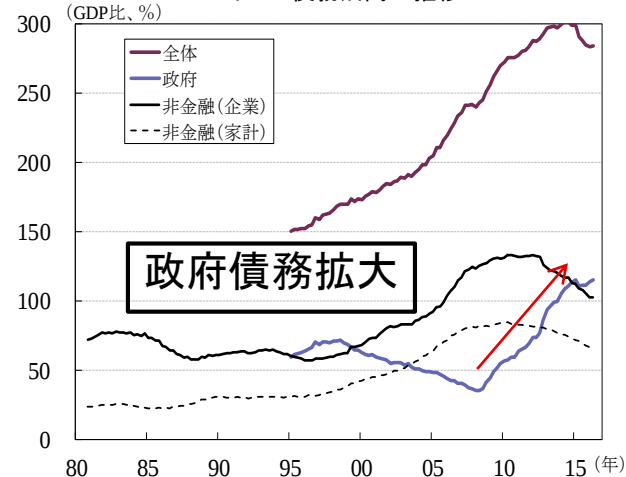
英国の債務残高の推移



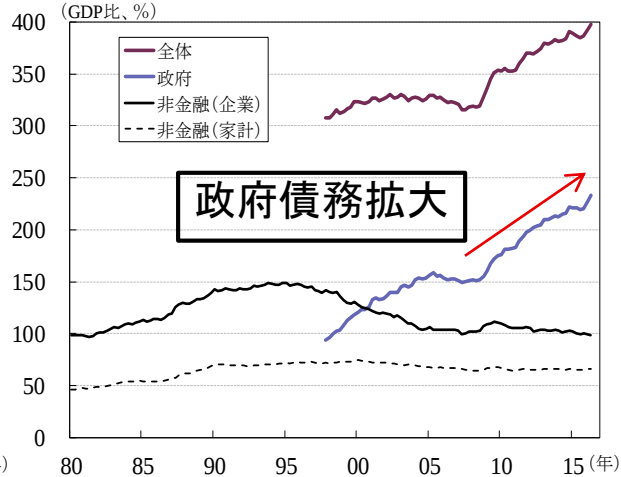
ドイツの債務残高の推移



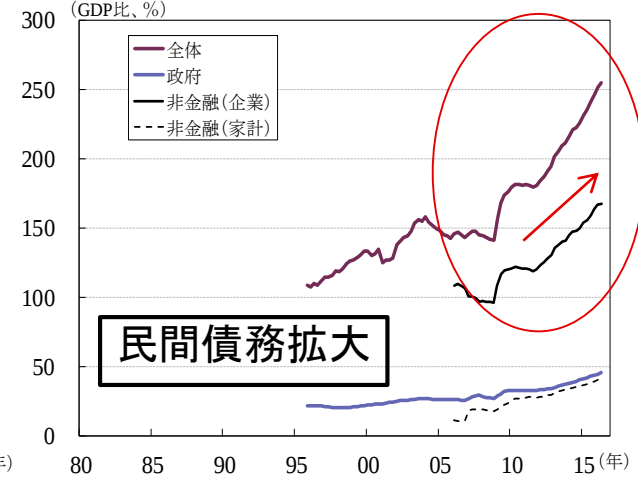
スペインの債務残高の推移



日本の債務残高の推移

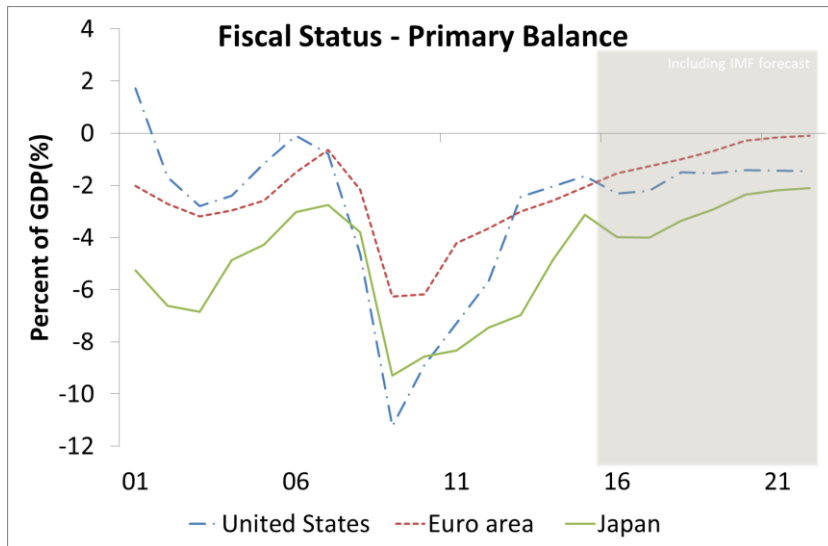


中国の債務残高の推移

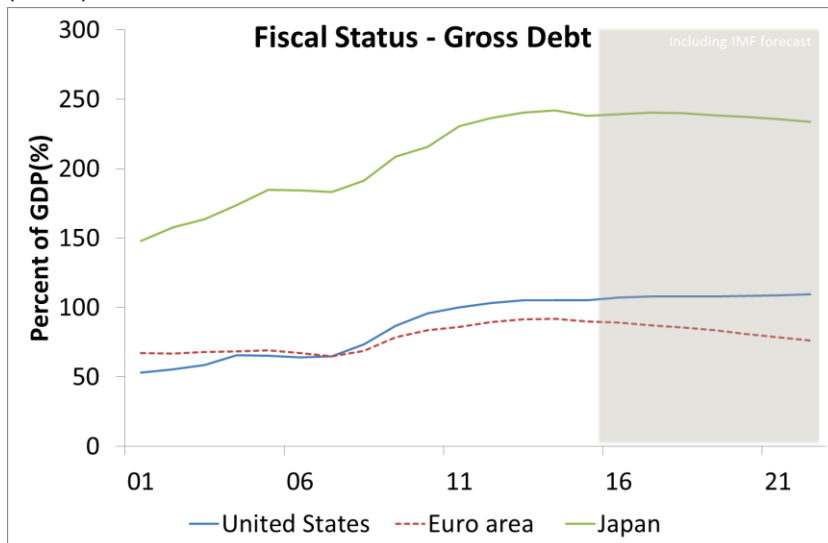


(Source) BIS, MUFG

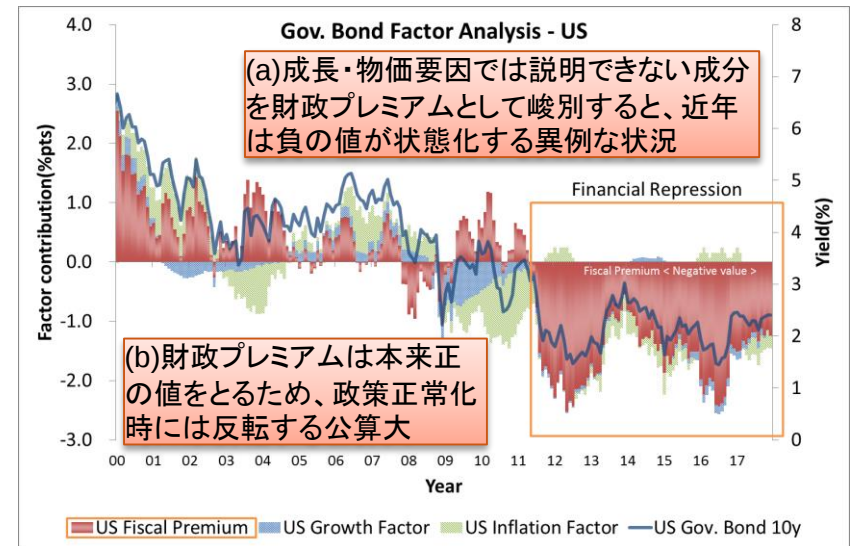
4.政策の副作用～Fiscal dominance(財政従属)



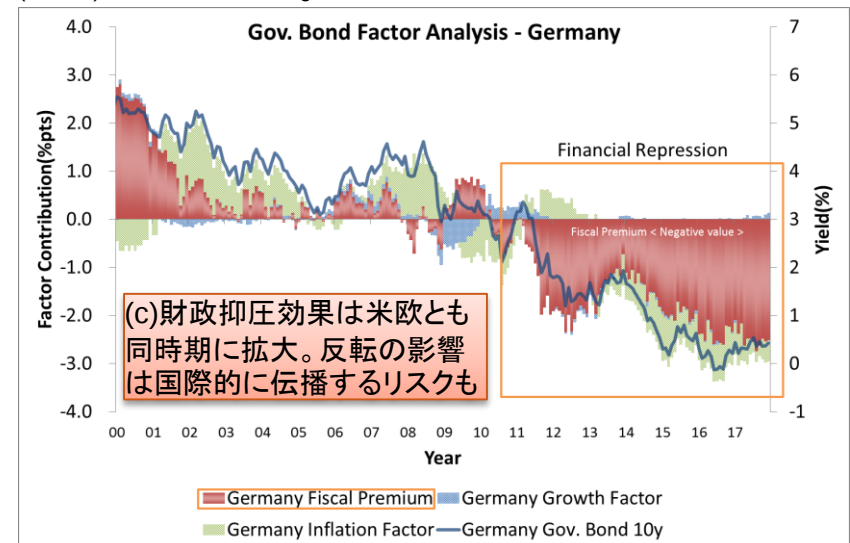
(Source) IMF, MUFG



(Source) IMF, MUFG



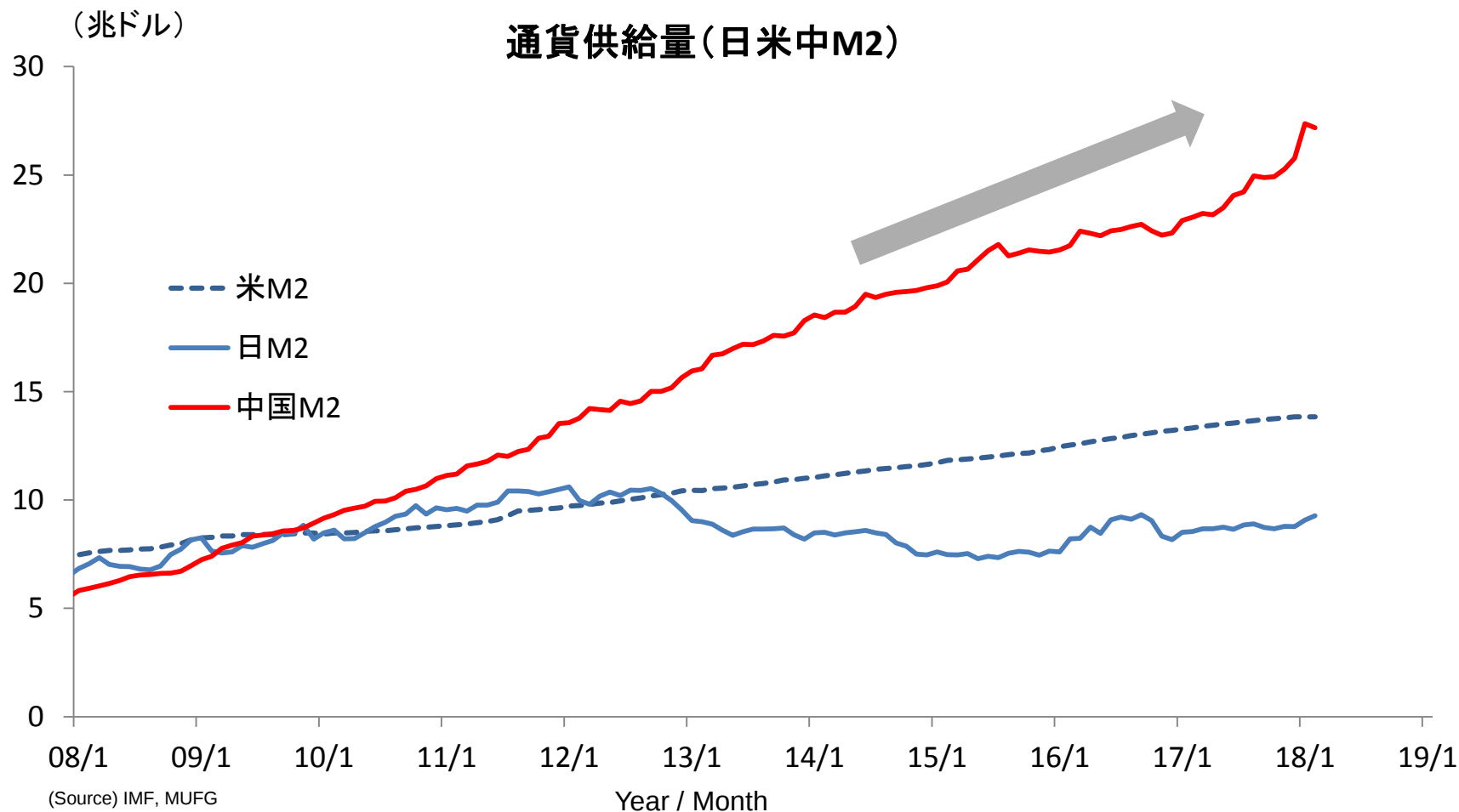
(Source) Fed, BLS, Bloomberg, MUFG



(Source) Eurostat, Bloomberg, MUFG

4.政策の副作用～先進国⇒中国レバレッジ拡大

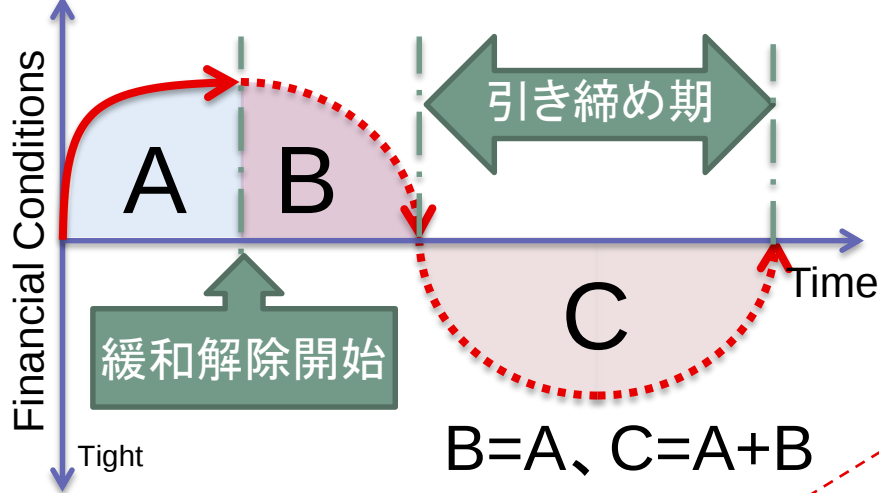
過剰流動性の行き先は中国等の新興国へ。中国M2>日本M2+米国M2



4.政策の副作用～出口政策の困難性(非連続リスク)

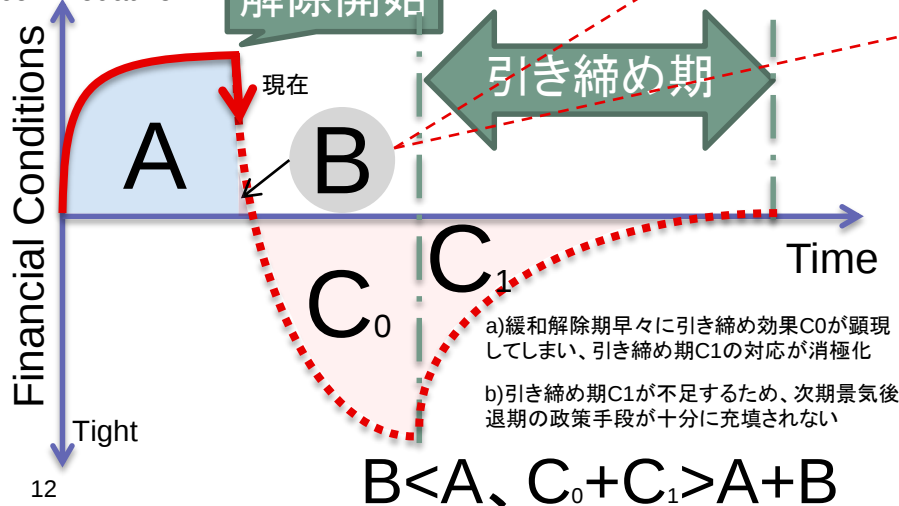
①理想的な副作用の顕現過程一均衡型

Accommodative

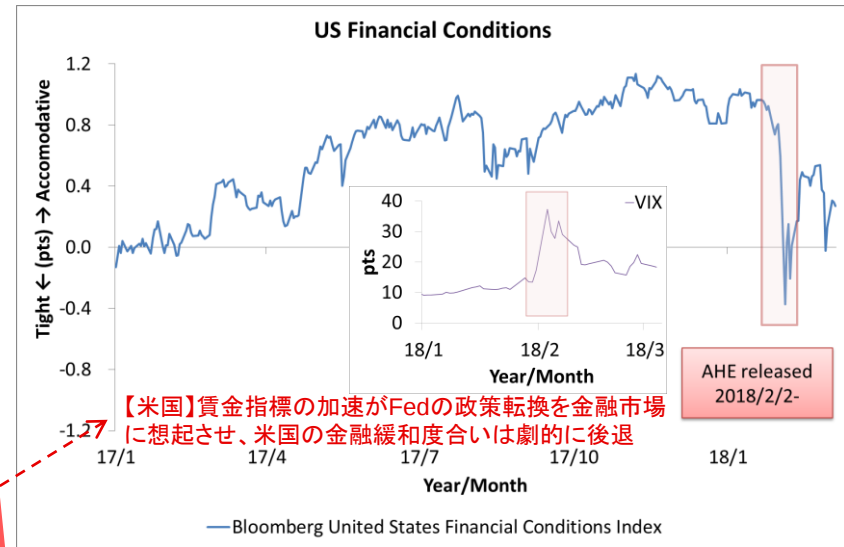


②実際の副作用の顕現過程一不均衡型

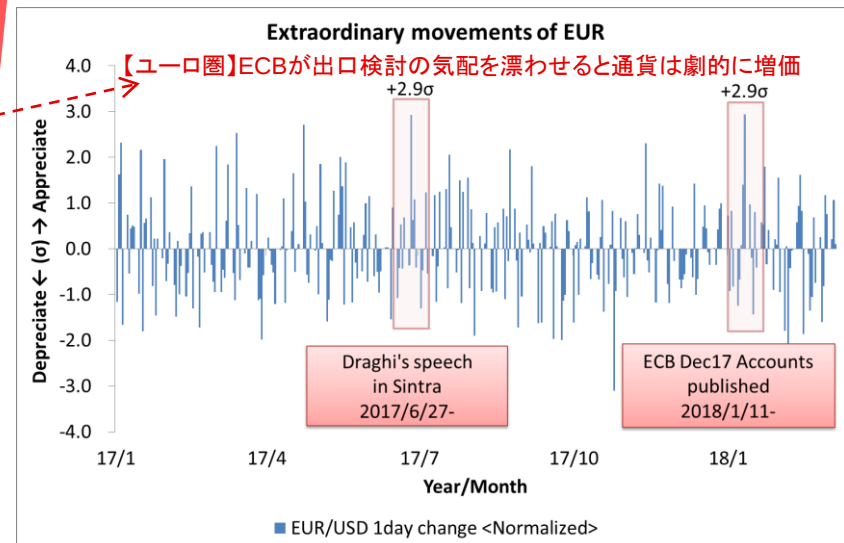
Accommodative



最近の金融市場で現れているのは、ケース②の兆候



(Note) US Financial conditions index is calculated from money market (e.g. TED spread), bond market (e.g. High-Yield / UST10y spread), and equity market (e.g. VIX) (Source) Bloomberg, MUFG



(Source) Bloomberg, MUFG

ディスクレーマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、ご利用に関しては、すべて御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

本資料は当行の著作物であり、著作権法により保護されております。当行の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2018 The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. All rights reserved.

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-3

株式会社 三菱東京UFJ銀行 総合ALM部