



## 日米欧の金融政策

研究員 古金 義洋

### ○経済フル稼働状態での財政拡張策が金融引き締めを加速させるおそれ

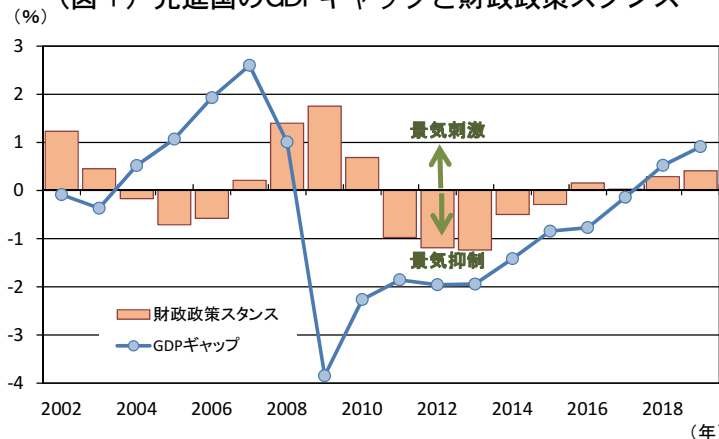
IMF “World Economic Outlook” (2018年4月)によれば、先進国のGDPギャップは2017年のマイナス0.1%から18年にはプラス0.5%とプラスに転じ、19年はプラス0.9%とプラス幅が拡大する見込みだ(図1参照)。先進国の経済はフル稼働の状態になってきている。

一方、構造的財政赤字<sup>1</sup>はリーマンショック後増税や歳出抑制策など緊縮財政政策が進められたため15年にGDP比2.4%まで縮小したが、2016年以降は逆に赤字幅は拡大に転じ、17年の2.6%、18年2.9%、19年3.3%と赤字幅は膨れ上がる見込みだ(図2参照)。

2018年以降について言えば、米国で大規模減税が実施されている。欧州ではイタリアでポピュリスト政党が躍進し、ドイツでSPD(社会民主党)の政権入りで財政政策は拡張気味に転ずる見込みだ。

経済がフル稼働状態のなかで、財政政策については、緊縮政策から拡張政策に変わるわけだが、これは物価や金利を過度に押し上げる可能性がある。先進国各国の中央銀行はリーマンショック後に緩め過ぎた金融政策を正常化させようとしているが、こ

(図1) 先進国のGDPギャップと財政政策スタンス



(注) それぞれ対GDP比。財政政策スタンスは構造的財政収支の変化幅

(出所) IMF

(図2) 先進国の構造的財政収支(対GDP比)



(出所) IMF

うした政治経済情勢のなかで金融政策正常化のテンポを速めていく必要がでてきている。

1 構造的財政赤字というのは景気変動の影響を除いた財政赤字のこと。通常、景気が良い時期は税収増などにより財政赤字は減り、逆に景気が悪い時期は赤字が増える。構造的財政赤字は、こうした景気変動の影響で自然に変化する分ではなく、政府が減税や公共投資など裁量的な政策を発動することで変化する分の赤字。



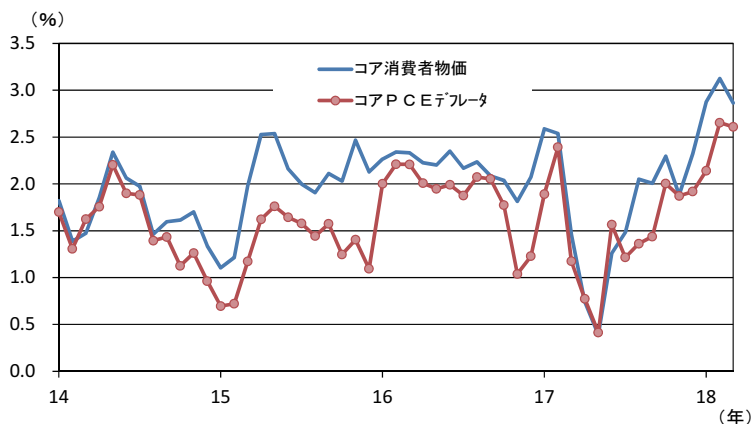
○米国のインフレ率は上向き始め、  
FOMCの対応が後手に回っている可能性

地域別にみていこう。米国では3月のコア個人消費支出デフレータ上昇率が前年比で1.9%となったが、3か月前比年率でみると2.6%とインフレ目標（2%）をかなり上回っている（図3参照）。GDP成長率とコア消費者物価上昇率の間には1年半程度のラグがあり、2016年以降の成長テンポの加速が17年後半以降、物価上昇率を押し上げ始めた可能性がある（図4参照）。足元で経済成長テンポが鈍化する兆しもあるが、そうだとすると、それが物価面に現われてくるのは、相当先のことになる。

FOMC（米連邦公開市場委員会）は3月の会合でFF金利誘導目標を1.5-1.75%に引き上げ、5月会合ではそれを維持した。FOMCメンバーは3月会合時点で18年末のFF金利を2.125%（昨年12月時点の予想も2.125%）と予想し、年内3回利上げ予想が維持されたが、19年末については2.875%（同2.625~2.75%）、20年末も3.375%（同3.0~3.125%）と予想を引き上げた。

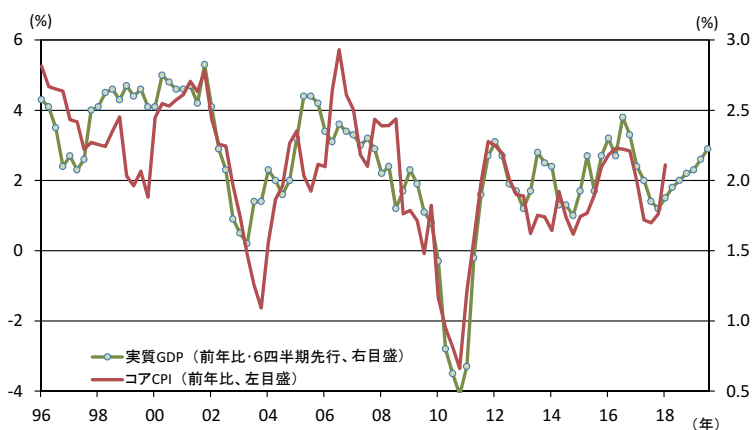
声明では「金融政策のスタンスは引き続き緩和的」「委員会は経済情勢がFF金利のさらなる漸進的な引き上げを正当化する形で改善され、FF金利は今後しばらく中長期的に有効となる水準を下回る可能性が高いと予想している」と述べ、低金利により引き続き経済を刺激し続ける姿勢を示したが、経済がフル稼働状態で、しかも財政も拡張的、実際にインフレ率も上昇し始めている状況で金融緩和政策を維持し続けられれば、景気を過熱させるおそれがある。

（図3）米国の物価動向（3か月前比年率上昇率）



（出所）米労働省・商務省

（図4）米国の実質GDP成長率とコア消費者物価上昇率



（出所）米商務省、労働省

FOMCの対応は後手に回っている可能性があり、今後は利上げペースを速めていく必要があるだろう。

○OECBの量的緩和は9月末で終了か

次に、ECB（欧州中央銀行）は4月26日の定例理事会で短期金利の調節手段である買いオペ金利を0.00%に、下限政策金利である中銀預金金利をマイナス0.4%にそれぞれ据え置いた。

政策委員会は、量的金融緩和について、今年1月の会合で、債券購入規模を月額600億ユーロから300億ユーロに減らし、3月には「必



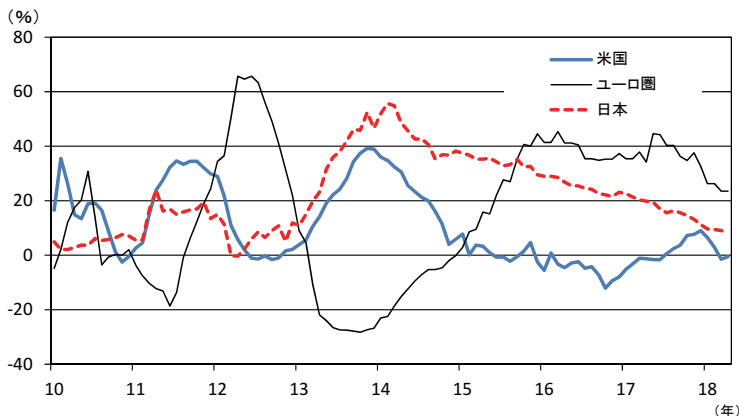
要ならば購入規模を拡大する」との文言を削除したが、テーパリング（資産購入額をゼロに向け減らすこと）を否定している。債券購入については、少なくとも9月末まで続けると重ねて表明し、延長の可能性も残している。政策金利については「債券購入終了後も相当期間、現行水準にとどまる」との見通しも維持した。

ユーロ圏の消費者物価上昇率はエネルギー価格上昇の直接的な影響を受けて17年2月に前年比2.0%に加速した後、今年4月には同1.2%まで鈍化した。ただ、ユーロ圏の景気は底堅く、物価も年末に向けてECBのインフレ目標（1.7~1.9%程度）まで上昇テンポが加速していくとみられる。

ECBの政策スタンスを日米と比較すると、日米に比べてなお強力な金融緩和政策がなされていることがわかる。ECBのマネタリーベースの伸び率は日米に比べ高水準で、一方、実質政策金利は日米に比べ低い（図5、6参照）。ECBはテーパリングなどの出口政策が長期金利やユーロ相場を上昇させることを懸念して出口政策を先延ばししているが、日米に比べ強力な金融緩和スタンスを維持していることは、米国同様、将来的にユーロ圏の景気を過熱させるおそれがあり、金融正常化に向けた措置を急ぐ必要があるだろう。

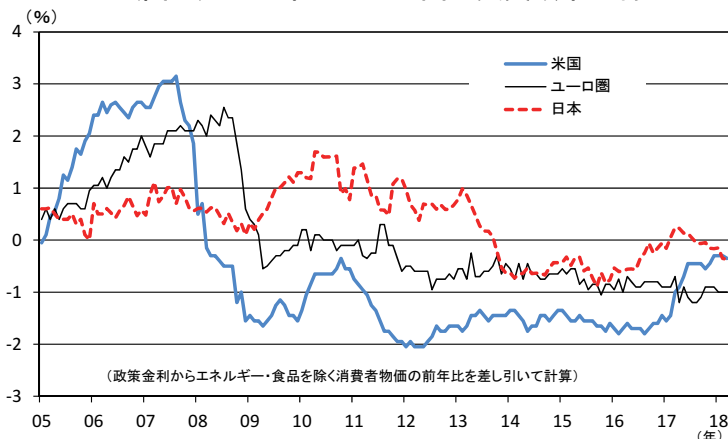
ユーロ圏の経済・物価動向に照らし合わせると、現在のECBの金融政策は緩め過ぎの感が強い。このため、月300億ユーロの資産買い入れは18年9月までで打ち止めとなるだろうし、19年の1~3月には利上げが実施されると見込まれる。

（図5）日・米・ユーロ圏のマネタリーベース前年比



（出所）各国統計

（図6）日・米・ユーロ圏の実質政策金利



（出所）各国統計

○日銀は金融緩和の副作用を気にしながらワールドカーブコントロールを継続か

最後に日銀はどうか。2013年に黒田日銀総裁は2%の物価上昇率目標達成のために「2年でマネタリーベースを2倍にする」との目標を掲げ、マネタリーベースを年率4割超のペースで増やしていた。しかし、残念ながら量的金融緩和が物価を上昇させるという日銀の目論見は実現せず、逆に、利ザヤの縮小が金融機関の経営を悪化させ、それが金融仲介機能や金融システムに悪影響を及ぼすなど、金融緩和の副作用が強まっている。黒田総裁



も昨年11月のスイス・チューリッヒ大学での講演で、金利を下げ過ぎると金利低下の効果が反転（リバース）する「リバーサル・レート<sup>2</sup>」の理論に言及した。

日銀は2016年9月に「マネタリーベースの拡大方針を維持しながら、日銀当座預金金利についてはマイナス0.1%、10年物国債利回りが概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う」「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。

「マネタリーベースの拡大方針を維持しながら」としてはいるが、実際には、それを機に日銀の金融調節は短期と長期の金利を誘導するだけのものになっている。量的金融緩和政策は事実上修正されており、「ステルス・テーパリング」（密かに量的金融緩和を縮小すること）を実施しているという見方は多い。

実際、4月の政策決定会合においても日銀は国債の買入れ額について「概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめど」とすると述べたが、最近1年間（2017年5月～18年4月）の国債買入れ額は29.4兆円と目標を大きく下回った。マネタリーベースの伸び率は徐々に鈍化しており、4月のマネタリーベースは前年比7.8%増と1桁台にとどまっている。

一方、金利面からの景気や物価押し上げ効果が十分かと言えば、それも疑わしい。日本の実質政策金利については、日本の物価上昇率が米欧に比べ低水準であることもあって、米国と同程度で、金利面からみても金融緩和はさほど強力でない。

現在の日銀は金融緩和政策の効果とその副作用を両天秤にかけながら、効果もさほど大

きなものではなく、副作用を気にしつつ、中途半端とも言えそうな、消極的な金融緩和政策を続けているようにもみえる。

4月の金融政策決定会合では「2019年度ごろ」としていた物価目標2%の達成時期を「展望レポート」から削除した。黒田総裁は「強力な金融緩和を続ける」と述べているが、物価目標の「2%」は、「日銀が積極的な金融緩和によって達成すべき目標」というより、「長期的にみてこの程度が望ましいと日銀が考える物価上昇率の水準」になってしまう可能性がある。

今年については、昨年末にかけての原油価格の上昇の影響、GDPギャップの改善、賃金の緩やかな増加が物価押し上げ要因として作用する。コア消費者物価上昇率は17年度が0.7%、18年度は1.0%と幾分加速するが、目標の2%には届かないだろう。

当面は、量的金融緩和政策の事実上の修正を続けながら、政策金利については現状レベルでのコントロールが維持されるのではないかと思われる。

2 米プリンストン大学のブルネルマイヤー教授が示した考え方。金利を下げ過ぎると、預貸金利ざやの縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転（リバース）する可能性があるというもの。