



米国を中心とした先進国の金融政策

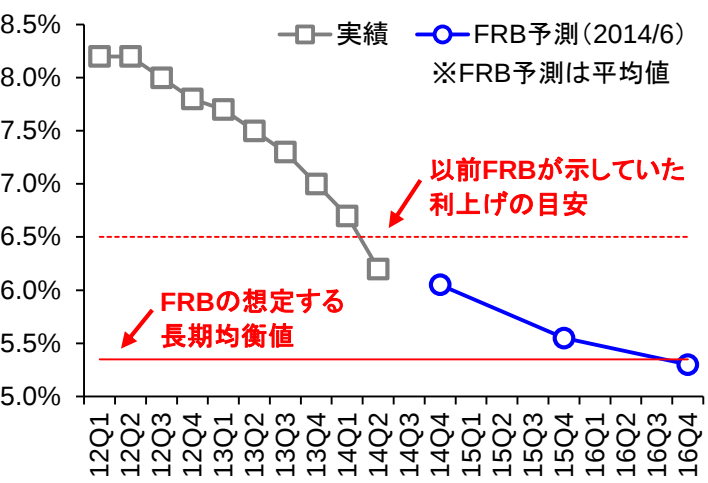
2014年8月29日

Marubeni

丸紅経済研究所

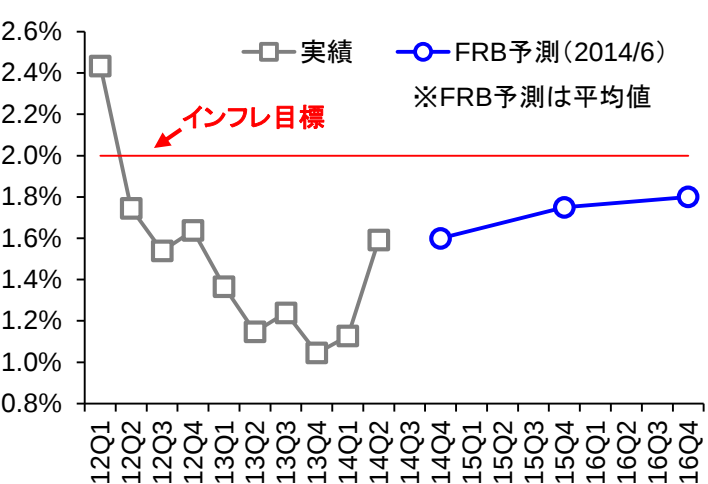
1. 米国: 景気が着実に回復するなか、利上げが迫る

▽失業率とFRBの見通し



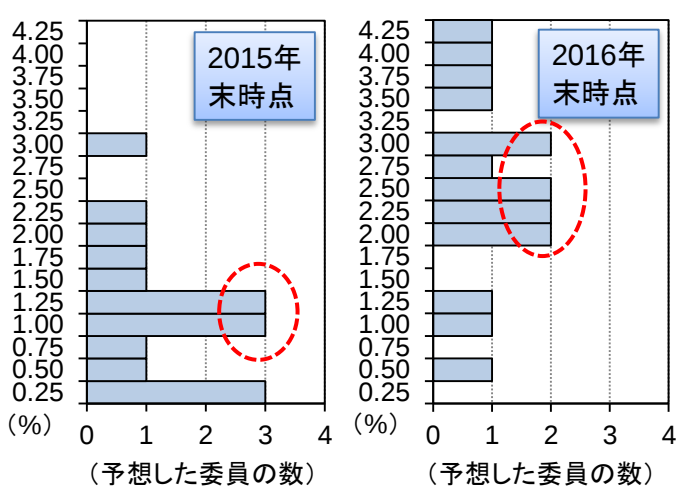
(資料) BLS, FRB.

▽インフレ率(PCE前年比)とFRBの見通し



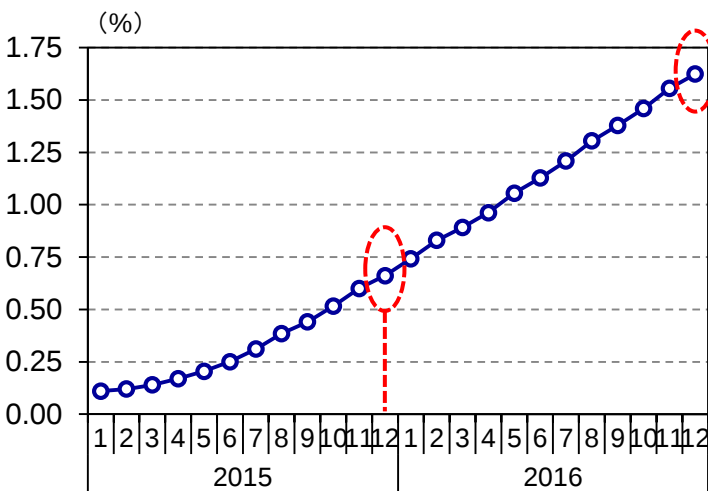
(資料) BEA, FRB.

▽FOMCメンバーのFF金利見通し



(資料) FRB.

▽FF金利の市場予想 (FF先物より計算)



(資料) Bloomberg. ※8月19日における将来金利の見通し.

■ 景気は着実に回復

- 米国では、1-3月期に寒波の影響で一時的にマイナス成長になったものの、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.0%と反発。
- 足もとの主要指標の動きをみても、雇用、小売売上高、企業景況感など、多くの指標は着実な景気の回復を示している。

■ 利上げの前提条件は整いつつある

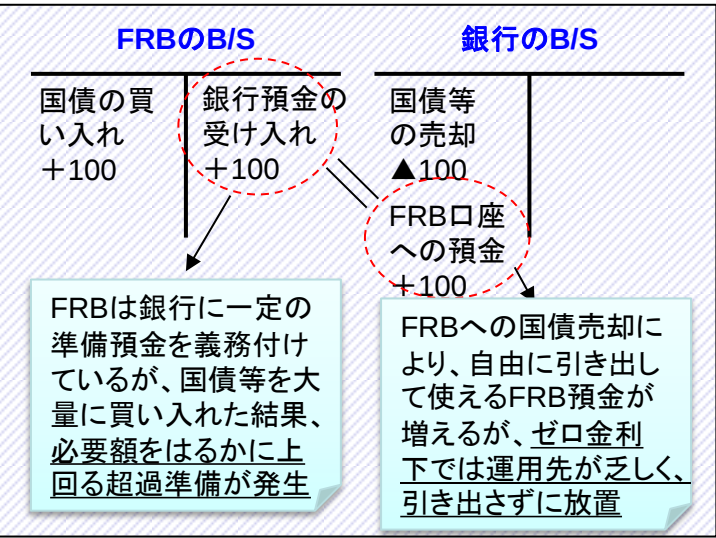
- FRBは、今年1月まで利上げの条件として「失業率6.5%以下」という閾値を示していた。しかし、失業率が実態を反映していない可能性がある（一時的に求職を諦めている潜在的な失業者が失業とは見做されない）ことから、今年3月以降は失業率の具体的な目安には言及していない。それでも来年にかけて失業率は低下する見通しであり、利上げの障害になるとは考えにくい。
- 低すぎるインフレ率も拙速な利上げを抑制する要因であったが、来年にかけては目標値に近づく見通し。

■ FRBも市場も来年の利上げを予想

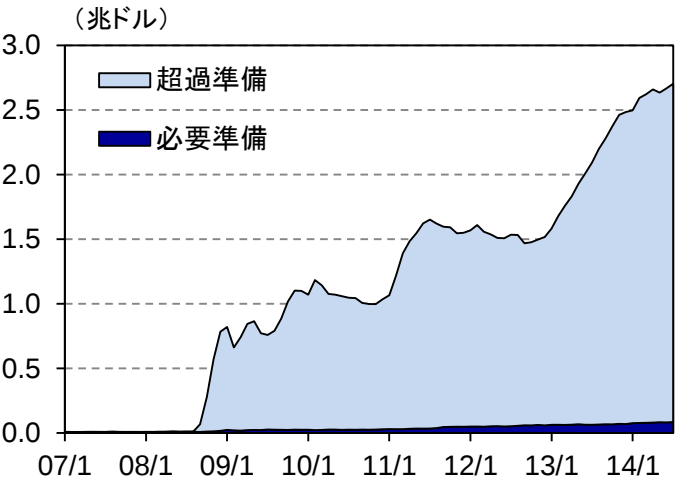
- 政策金利であるFF金利のFOMCメンバーの見通しでは、2015年末時点で1~1.25%に達するとの予測が多い。市場予測平均でも0.75%弱と、来年中の複数回の利上げを想定。

1. 米国: 利上げの影響①～「非伝統的な利上げ手法」が市場を混乱させるリスク

▽QEによる超過準備発生概念図



▽FRBに預けられている預金



(資料)FRB.

▽利上げの手段

伝統的手法(国債等の売却)

国債等の売却により短期金融市場から資金を吸収し、短期の資金需給を引き締めることで金利を引き上げる
⇒ 超過準備(市場の余剰資金)を相当程度減らす
(FRBが国債等を大量に売却)必要あり、実施困難

非伝統的手法

①超過準備への付利(付利がなければ超過準備が市場に流入、市場が引き締まらない<利上げが困難>)、
②リバース・レポ(FRBが債券担保に資金を借入)の実施等で、超過準備を保有したまま利上げが可能
⇒ 金利を精緻にコントロールできるのか、金利の波及メカニズムは正常に機能するかなど、不透明さが残る

▽非伝統的利上げ手段の副作用

金融ストレスの増幅

金融にストレスがかかった際に、銀行等が対民間向けの運用を減らし、資金をFRBとの取引に振り向けることで、金融ストレスを増幅する可能性

FRBの市場介入の増大

非伝統的手段の活用により、FRBの市場介入が一段と強まり、金融業に予期せぬ影響を及ぼす可能性

市場との対話が混乱

FF金利以外の複数の金利が重視されることになれば、政策意図が伝わりにくくなり、市場を攪乱する可能性

■ QEで超過準備が発生

- FRBが銀行から国債やMBSを買い入れる場合、銀行がFRBに持つ当座預金に入金される。
- FRBは、銀行預金に対して一定割合を「準備預金」として預けることを義務付けているが、準備預金を超える預金(超過準備)は、銀行が自由に引き出して貸出などに使える。
- しかし、ゼロ金利政策の下で銀行の資金運用先は乏しい。また、超過準備にすでに0.25%の金利がついているため、銀行は超過準備のほとんどを運用せずそのまま放置。しかも、超過準備の規模は2.5兆ドルを超えている。

■ 非伝統的な利上げ手段が必要に

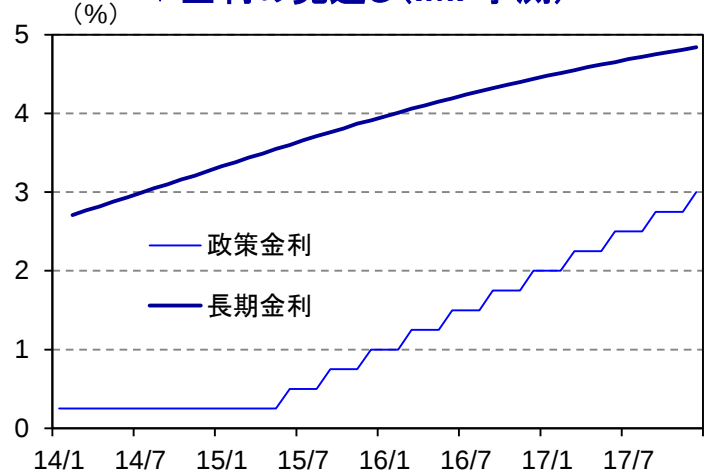
- 大量の超過準備が残存する下で利上げを行おうとすれば、まずは、FRBは大量の国債等を売却して超過準備を吸収する必要がある。しかし、市場に混乱を招きかねず、事実上、実施は困難。
- そこで、超過準備を保持したまま利上げを進める方法※が検討されている。ただし、前例のない非伝統的手段の有効性には不透明さが残る。

※例えば、超過準備への付利金利を引き上げれば、FRBの金利負担も増加(1%で250億ドル)。

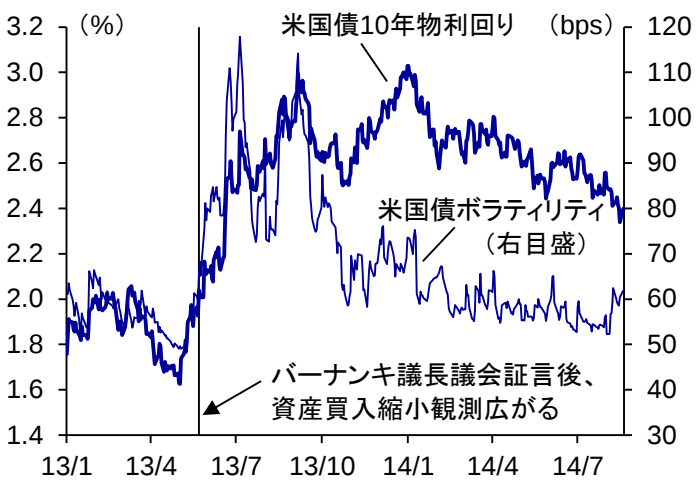
- FRBが利上げに新たな手段(金融機関にとっては資金運用方法)を用いることで、リスクオフ局面等において、金融機関が民間向け貸出を解消して資金をFRBとの取引に逃避させるリスク(信用収縮を増幅)が懸念される。

1. 米国: 利上げの影響②～長期金利上昇に伴う景気下押しリスク

▽金利の見通し(IMF予測)



▽米国の株価と長期金利

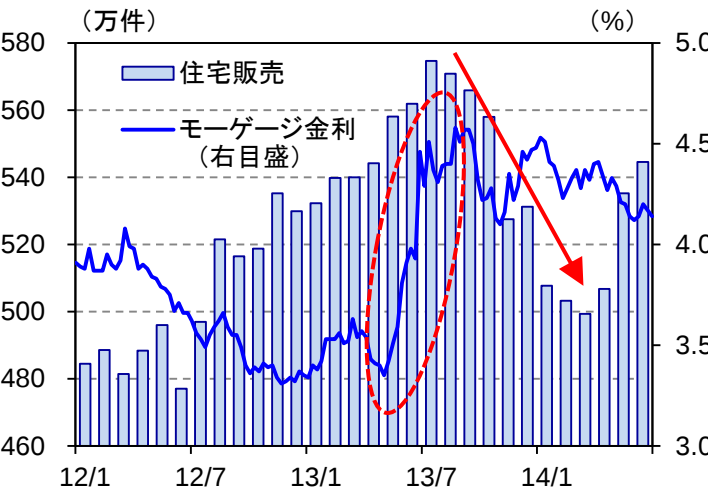


- **避けられない長期金利の上昇**
 - 長期金利は短期金利の将来に亘る見通しを合成したものであり、短期金利の引き上げにより長期金利も上昇していくことは避けられない。
 - また、これまでは、FRBによる強力な金融緩和へのコミットが、将来の短期金利変動の不確実性(タームプレミアム)を最小化し長期金利を抑制してきた。それが剥落することで、一定程度の長期金利の押し上げも予想される。

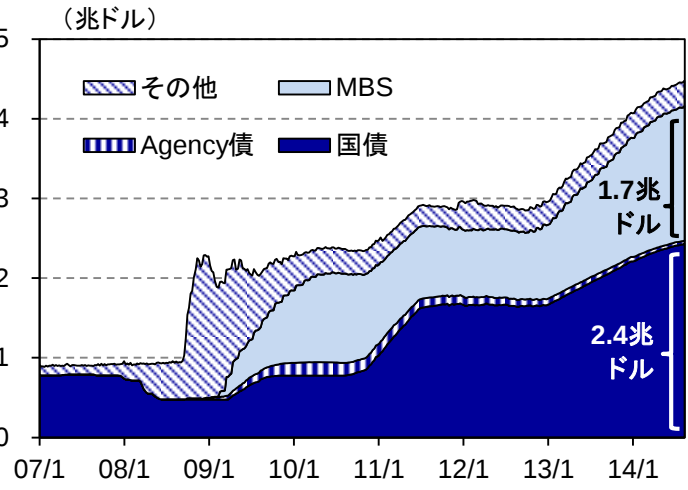
- **利上げの悪影響**
 - 景気の回復と平仄を合わせた緩やかな長期金利の上昇であれば、景気に深刻な影響を与える可能性は小さい。
 - しかし、昨夏のモーゲージ金利の上昇に伴う住宅販売の落ち込みにみられたように、市場の混乱を招く形で金利上昇が急激に進めば、景気に予期せぬ悪影響を与える可能性がある。

- **資産売却には損失リスク**
 - FRBは3度のQEとツイスト・オペにより、満期の長い大量の資産を保有。満期まで保有し続ける場合、非伝統的手法による利上げ(金利操作)を長期に亘り実施する必要がある。
 - 他方、金利上昇過程(債券価格下落)で、FRBが債券等を売却すれば売却損が実現してしまう。

▽モーゲージ金利と住宅販売

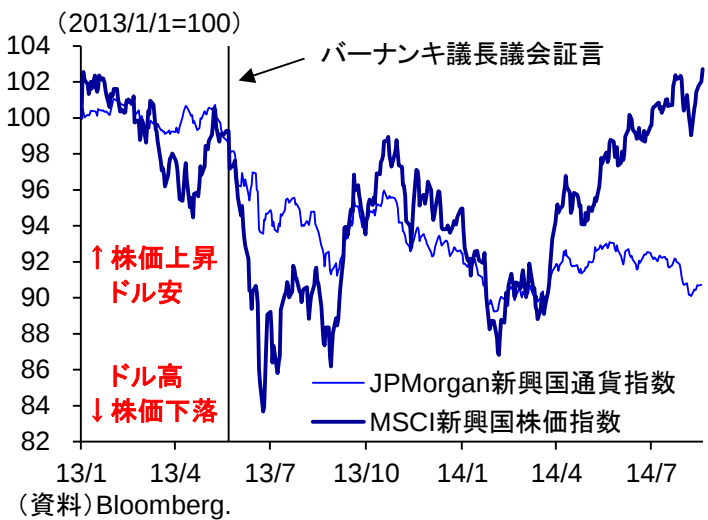


▽FRBの資産

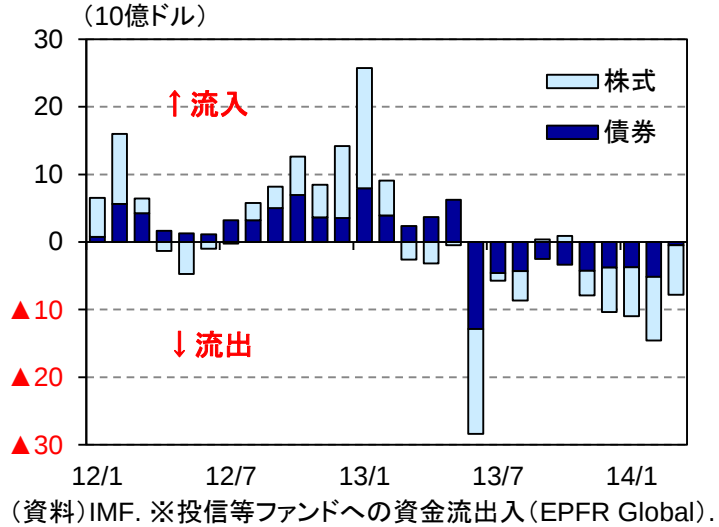


1. 米国: 利上げの影響③～脆弱性の高い新興国には資本流出のリスク

▽ 出口戦略と新興国の株価・為替

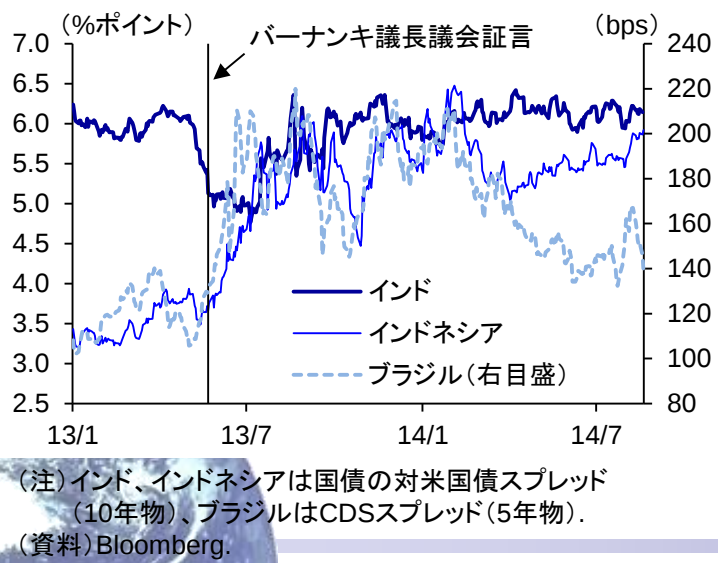


▽ 新興国ファンドへのネット資金フロー

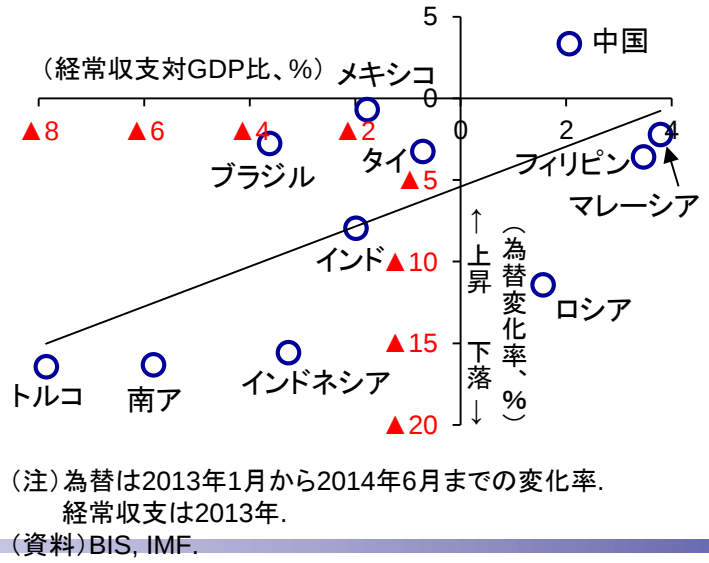


- **米国利上げは新興国でもリスク**
 - 昨年夏にかけて、米国の資産買入れ縮小(出口戦略の第一歩)観測が広まる中、新興国から資金が流出。株価は急激に低下し、為替相場はドル高・新興国通貨安の方向で推移した。
 - 米国で出口戦略が始まるとの観測が市場にサプライズを与える形で広まったことで、ソブリン・スプレッドも拡大するなど、一定程度、新興国のリスクを回避する動きがみられた。

▽ 対米国債スプレッド、CDSスプレッド



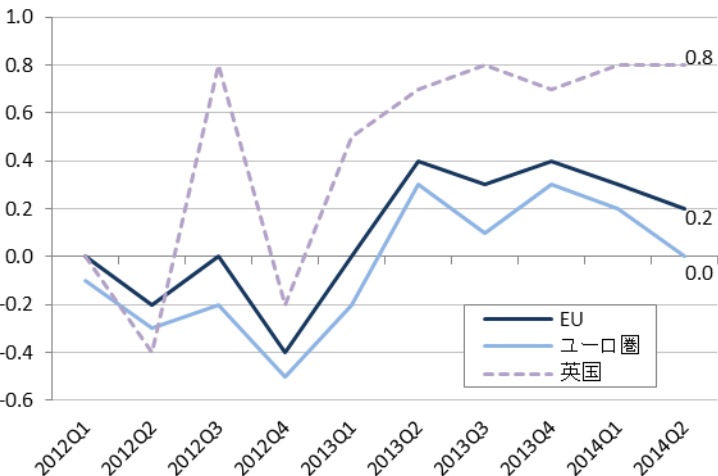
▽ 主要新興国の経常収支と為替の動き



- **昨夏のショック後、一定の影響残る**
 - 昨年末以降、FRBが資産買入れ縮小(テーパリング)に着手したが、足元で株価が昨夏前の水準に戻るなど、一時期の混乱からは市場が立ち直っている様子が窺われる。
 - もっとも、昨夏以降、新興国ファンドからの資金流出が続いているほか、全体的にドル高傾向が続くなど、米国の出口戦略を見越した恒久的な資金シフトとみられる動きも垣間見える。
- **脆弱性の高い新興国ほど要注意**
 - 主要新興国について昨年から足もとにかけての為替変化率と経常収支の関係をみると、経常赤字の大きい国ほど、対ドルでの為替下落率が高い。
 - 脆弱性の高い国ほど、米国の出口戦略に伴う資金流出が大きくなる可能性があると考えられ、注意を要する。

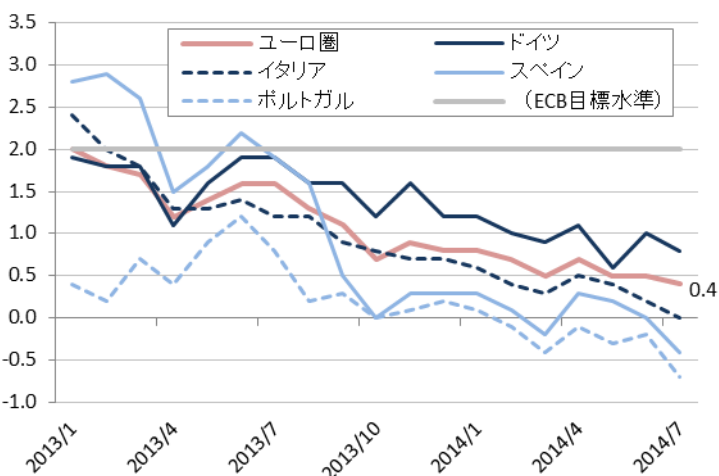
2. 欧州：①景気が失速する中、デフレ・リスク高まれば量的緩和に踏み切る可能性も

▽実質GDP成長率(速報一前期比:%)



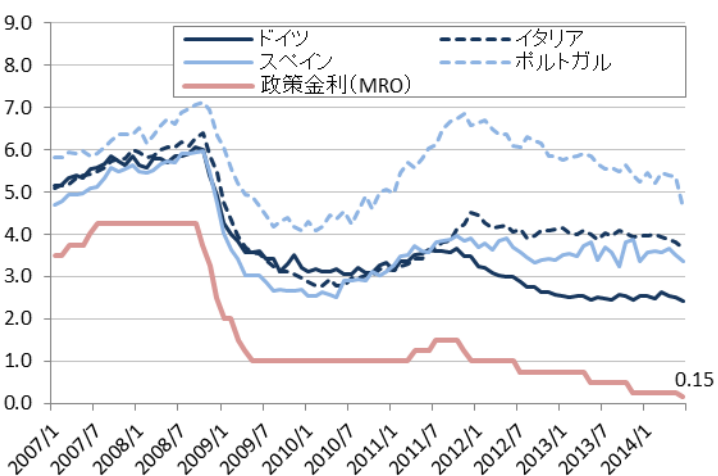
(資料) Bloomberg.

▽消費者物価上昇率(前年比:%)



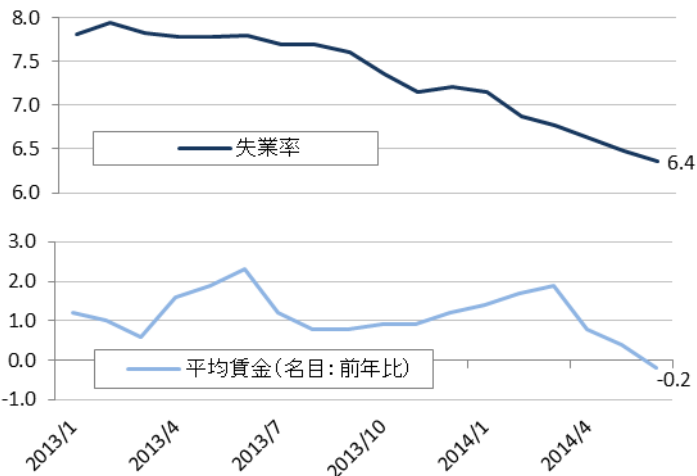
(資料) ECB.

▽ 企業向け貸出金利(%)



(資料) Eurostat.

▽英国：失業率／賃金変化率(%)



(資料) ONS. *3か月移動平均

■ ユーロ圏：景気は失速

- 4-6月期実質GDP成長率は、EUが前期比+0.2%、ユーロ圏が同横ばいと失速。ドイツが同▲0.2%となるなど中核国の不振が目立つ。

■ ECBは緩和政策を継続

- 欧州中銀(ECB)はディスインフレ傾向の強まりを背景に6月の理事会で政策金利を0.15%に引下げ。民間融資を促すオペ(TLTRO)を新設。
- 一部の国では物価上昇率がマイナス圏に。緩和効果が实体经济に届く程度に各国差があり、債務国では実質金利の高止まりが継続。
- 指標金利のEONIA(翌日物銀行間金利)はすでにゼロ近傍で推移。追加緩和への期待に対しECBは当面6月の政策変更の効果を見定める構え。
- 量的緩和には副作用を恐れるドイツ等が反対の姿勢だが、デフレリスクが高まる局面では新たな行動も。

■ 英国：順調な回復にもジレンマ

- 英経済は好調を持続、4-6月期の成長率は前期比+0.8%と5四半期連続で年率3%付近の成長を達成。
- 失業率は08年後半以来の低水準に。他方、賃金上昇率がマイナス圏に突入するなどやや矛盾した動きがあり、英中銀(BoE)の政策判断に影響。
- 8月の金融政策委員会では2委員が利上げを主張したことが判明。

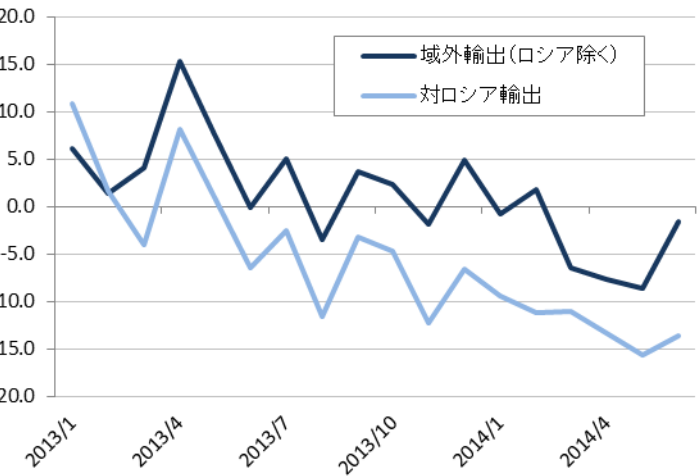
2. 欧州：②禁輸の直接的影響は限定的だが、足もとで独の景況感が大幅に悪化

▽対ロシア食品等輸出(EU28—百万ユーロ)

	対ロシア輸出計													
	(GDP比%)	食品・動物等												
		(GDP比%)	動物	肉類	乳製品・卵等	魚介類	穀物等	野菜・果物	砂糖等	コーヒー・香辛料等	飼料等	その他		
リトアニア	4,870	(14.1)	1,063	(3.1)	1	84	161	7	30	660	15	40	12	54
エストニア	1,404	(7.6)	111	(0.6)	2	5	51	16	5	1	9	1	1	19
ラトビア	1,761	(7.5)	141	(0.6)	0	11	31	33	6	24	2	12	6	17
ポーランド	8,110	(2.1)	1,174	(0.3)	8	162	144	3	42	609	19	82	14	90
ドイツ	36,095	(1.3)	1,239	(0.0)	11	276	185	5	84	79	22	233	109	234
オランダ	7,957	(1.3)	977	(0.2)	17	118	301	6	8	182	10	122	108	107
デンマーク	1,562	(0.6)	558	(0.2)	19	247	81	38	47	1	1	3	45	77
スペイン	2,813	(0.3)	490	(0.0)	0	111	4	13	2	312	4	18	5	20
フランス	7,721	(0.4)	470	(0.0)	4	98	113	12	32	39	9	27	82	54
イタリア	10,797	(0.7)	441	(0.0)	0	49	52	2	86	105	8	78	24	37
ベルギー	5,118	(1.3)	439	(0.1)	0	58	35		35	202	7	28	39	34
フィンランド	5,357	(2.8)	392	(0.2)	1	20	253	9	40	11	3	21	20	13
EU28	119,781	(0.9)	8,757	(0.1)	86	1,479	1,495	200	552	2,476	120	801	567	982

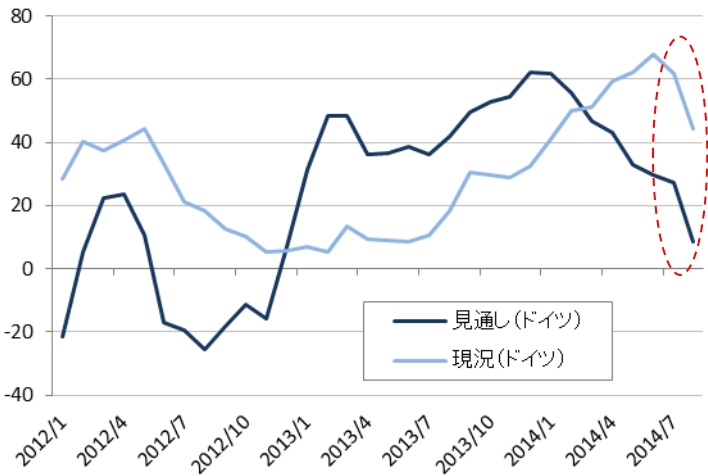
(資料) Eurostat

▽ 輸出の動向(EU28—前年比: %)



(資料) Eurostat.

▽ドイツ景況感(ZEW)



(資料) ZEW.

■ 禁輸の直接的影響は限定的

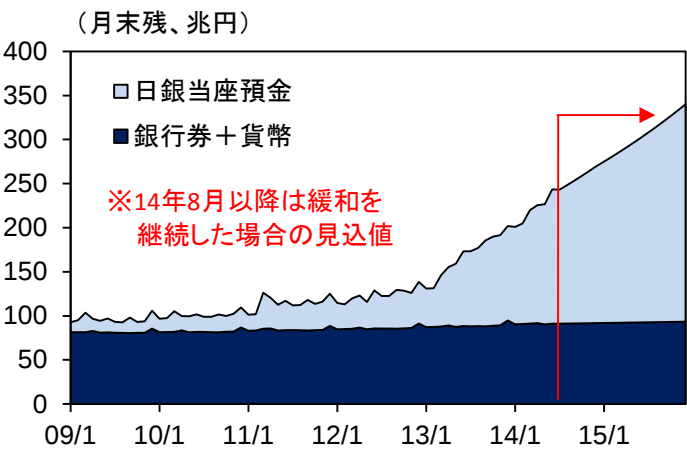
- EUはロシア国営銀行の資本市場へのアクセス制限や、軍事・エネルギー産業への輸出制限等、制裁を強化。
- ロシア政府は対抗措置として制裁発動国*からの肉類、魚介類、野菜、果物、乳製品の輸入を1年間停止する大統領令を発令(除外品目あり)。
*米国、EU、カナダ、オーストラリア、ノルウェー
- 関連するEUの対ロシア輸出額は最大でもGDP比0.1%程度と影響は限定的。ただし食品輸出への依存度が高い東欧諸国には少なからず影響。
- 一方、制裁強化前から対ロシア輸出は減少幅が拡大しており、14年上半期は前年比▲12.5%。

■ ドイツでは景況感が大幅に悪化

- 一連の制裁・報復措置の影響はロシア向けクレジットの劣化、投資先の業績悪化等の形で波及する見込み。
- 欧州系銀行のロシア向けエクスポージャーはすでに前年比2割程度減少しているが、それでも今年3月末時点で約1200億ユーロ。イベントリスクに対してはオーストリアが最も脆弱。直接投資残高は12年末時点で約1900億ユーロ。
- 8月のユーロ圏景況感(PMI総合)は52.8と、低下しながらも景気拡大を示す50超を維持したが、先行性のある独ZEW景況感指数は急低下。

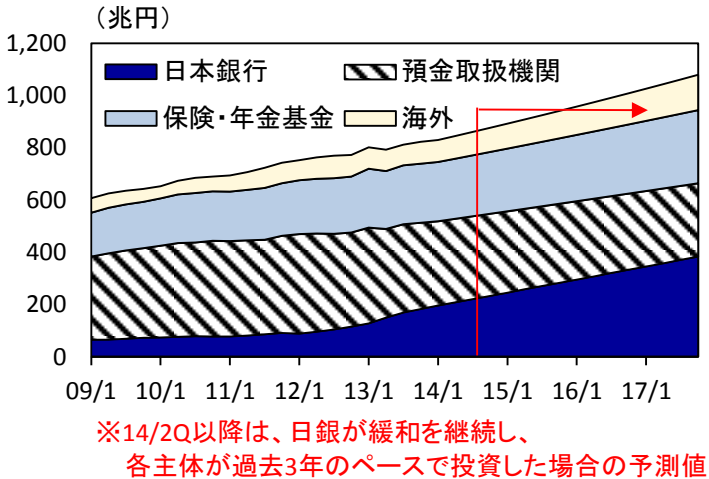
3. 日本: 異次元緩和でリスクが蓄積するなか、インフレ目標達成は道半ば

▽マネタリーベース



(資料) 日本銀行.

▽国債等の保有者内訳



(資料) 日本銀行.

■ オープンエンドの黒田緩和

– 日銀は、13年4月に黒田総裁の下で「異次元」の緩和策を導入。2%のインフレ目標の実現に向け、マネタリーベースが年間60~70兆円ペースで増加するよう国債等を買入れている。この政策は、目標達成まで期限を定めず実施する点が特徴。

■ インフレ目標達成は道半ば

– 消費増税の影響を除くベースでは、足もとのインフレ率は1%台前半とみられ、日銀は2015年度末に1.9%、2016年度末に2.1%に達すると予想。

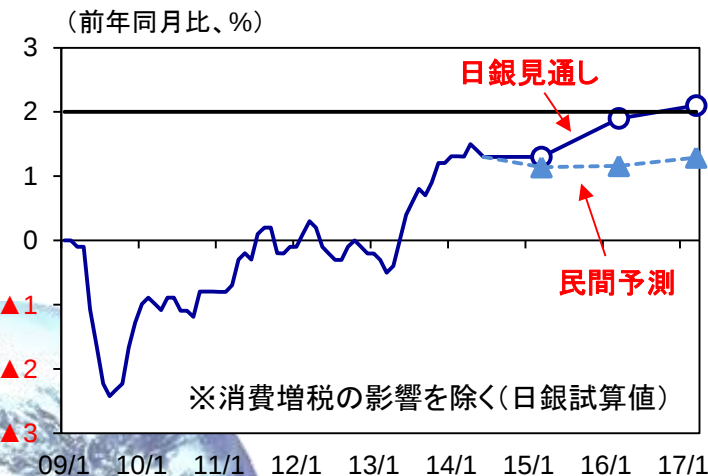
– 他方、民間予測では、2015年度末、2016年度末ともに1%台前半にとどまるとの予想が多い。

■ 将来の長期金利上昇の可能性

– 異次元緩和により、日銀の国債保有残高が肥大化する中、出口戦略が長期金利上昇等を招くリスクが蓄積されつつある。銀行等の国債保有残高も依然として大きく、仮に長期金利が大きく上昇した場合、金融システムへの影響が懸念される。

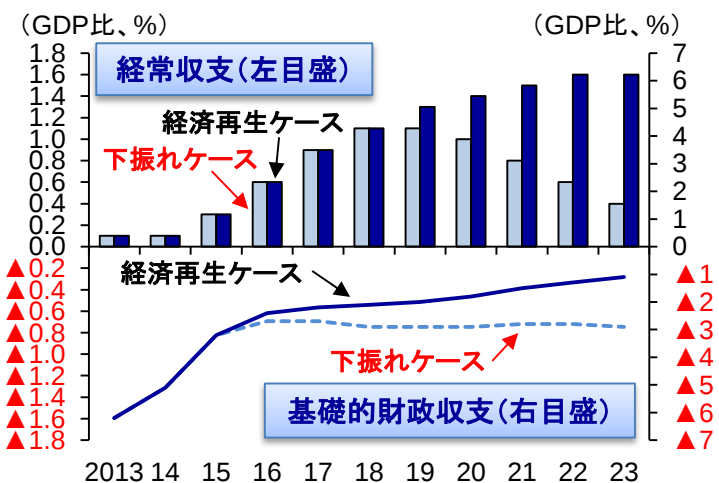
– 長期予測では、財政赤字が改善しないまま、経常黒字が縮小するとの予想もあり、将来的に国債のファイナンスに海外資金が不可欠になる恐れもある。その場合、長期金利への上昇圧力が強まる懸念がある。

▽消費者物価(除く生鮮食品)



(資料) 総務省、日本銀行、日本経済研究センター.

▽基礎的財政収支と経常収支(内閣府予測)



(資料) 内閣府. ※経常収支は部門別収支の海外部門.

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号

TEL 03-3282-7683

<http://www.marubeni.co.jp/research/index.html>

(注記)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。