

2019年11月28日 全6頁

米国ヒアリング報告：経済・金融の注目点は？

①世界経済の見通し、②米国におけるレポレート上昇の背景、③米国における金融政策の行方

ニューヨークリサーチセンター
研究員 矢作大祐
主任研究員 鳥毛拓馬

[要約]

- 2019年10月下旬に米国ワシントンDC、ニューヨーク市で政府機関、金融機関、メディア等にヒアリングする機会を得た。大和総研の関心事は、①世界経済の見通し、②米国におけるレポレート上昇の背景、③米国における金融政策の行方であり、これらについて重点的にヒアリングを行った。

①世界経済の見通し

【現状認識】

10月に公表されたIMFの世界経済見通し（以下、WEO）によれば、2019年の世界の実質GDP成長率は前年比+3.0%と、前回（7月公表）から▲0.2%pt引き下げられ、2009年以来の低水準になると予想されている。米中貿易摩擦、地政学的な情勢を巡る不透明感の増加などが下方修正の主因である。IMFは2020年の世界の実質GDP成長率について、同+3.4%と2019年から幾分回復すると見込む一方、前回から▲0.1%pt見通しを引き下げた。

先進国や新興国は下振れリスクを予防するために金融緩和政策を講じてきたが、こうした金融緩和政策がなければ2019・2020年の世界の実質GDP成長率は上記の水準から、さらに0.5%pt低い水準であったとの分析結果もある。米中貿易摩擦の激化に伴う世界GDPの水準下押し（2020年：▲0.8%）を金融緩和政策が和らげた一方で、景気後退時における金融政策の余地が狭まったことに対してIMFは危機意識を強めている。こうした中、米国や中国等による財政刺激策が米中貿易摩擦の影響を緩和していると評価している。

【現地有識者の見方】

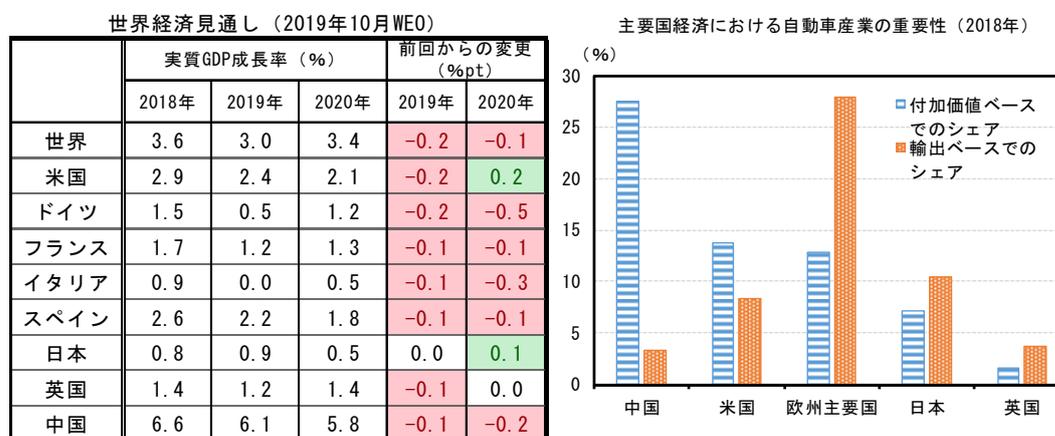
こうしたIMFの世界経済見通しに対して、悲観的過ぎるという意見があった。その理由として、「米中関係は安定化しており、更なる追加関税を課するという機運は一時に比べて低下し

ている。また、10月のハード・ブレグジットは少なくとも避けられた」といったことが挙げられた。とりわけ、米国経済を楽観視する声が多く聞かれた。「企業マインド・活動の鈍化が個人消費の鈍化へと帰結するという幾分悲観的な見通しを立てていたが、堅調な雇用を背景に個人消費は米国経済をけん引しており、予想より底堅く推移している」、「懸念すべきだったのは金融環境の引き締めであったが、FRB（連邦準備制度理事会）がうまく利上げから利下げにスイッチした。結果、これまで予想してきた2020年の景気後退を回避し、数年前の低成長と同様の状態にとどまる可能性もある」など、ポジティブな見立てが多かった。

他方で、欧州や中国に関しては米中貿易摩擦やブレグジットといった不確実性の高まり以外のリスク要因として、自動車産業の不振の長期化による世界経済への悪影響を危惧する声があった。「欧州ではブレグジットの影響が懸念されているが、ドイツの自動車産業の不振が問題。EUにおける排出ガス規制への自動車産業の対応が進まず、供給制約が懸念される。また、環境規制に対応した電気自動車は価格が高く、消費者が購入を躊躇する。ドイツだけでなく、スペインやイタリアも自動車工場が多く、影響を受けやすい」、「中国でも電気自動車に対する補助金が削減されており、価格上昇が自動車産業の下押し圧力になる」といった指摘があった。

WEOの分析においても、自動車産業は特に欧州と中国で大きく落ち込んでいると指摘されている。欧州においては2018年9月に導入された乗用車などの国際調和排出ガス・燃費試験法への対応の遅れが供給制約となっている。中国においては2017年末の車両購入税減税の終了による自動車販売の反動減や、2019年7月からの電気自動車に対する補助金削減に伴う反動減などが自動車産業の不振の要因として考えられる。WEOでは、こうした欧州・中国の自動車産業の不振が2019年、2020年も続くと見込んでおり、欧州・中国における自動車産業の回復は緩やかな進展にならざるを得ない。欧州主要国（フランス、ドイツ、イタリア、スペイン）は自動車・部品の輸出が輸出全体に占めるシェアは3割弱、中国は付加価値ベースでの自動車産業のシェアが3割弱と、自動車産業の浮沈が経済全体に及ぼす影響が相対的に大きい。こうした自動車産業の不振が長期化すれば、欧州・中国経済全体への悪影響は免れず、ひいては世界経済の下振れリスクになり得る点に留意が必要だろう。

図表1 世界経済見通し（2019年10月WEO）、主要国経済における自動車産業の重要性（2018年）



（注）前回からの変更は2019年7月のWEOとの比較。欧州主要国とはフランス、ドイツ、イタリア、スペイン。
（出所）IMF “World Economic Outlook”（2019年10月）より大和総研作成

②米国におけるレポレート上昇の背景

【現状認識】

米国において、9月16、17日にレポレートが上昇し、政策金利であるFF（フェデラル・ファンド）レートが誘導目標レンジの上限を超えて推移した。これを受け、ニューヨーク連銀は17日に約10年ぶりとなるシステムレポを実施し、短期金融市場に流動性を供給することで、レポレート・FFレートは落ち着きを取り戻した。9月のレポレート上昇の背景に関して、FRBのバランスシートの縮小や非準備預金負債（現金など）の増加から資金の出し手である金融機関の準備預金が減少していたことに加え、法人税納付や国債入札の決済に伴う資金需要の増加が背景にあるとFRBは指摘している。また、米国の大手金融機関等からは、リーマン・ショック以降の規制強化が市場への資金供給を抑制しているとの指摘もある。

その後、ニューヨーク連銀は短期金融市場に流動性を供給し続けるとともに、10月11日にはFRBが、(1)2020年4-6月期までT-Bill（米政府短期証券）の購入を実施（当初購入ペースは1ヵ月で600億ドル程度）、(2)すでに実施しているタム物及び翌日物の資金供給オペを2020年1月まで実施することを公表した。

【現地有識者の見方】

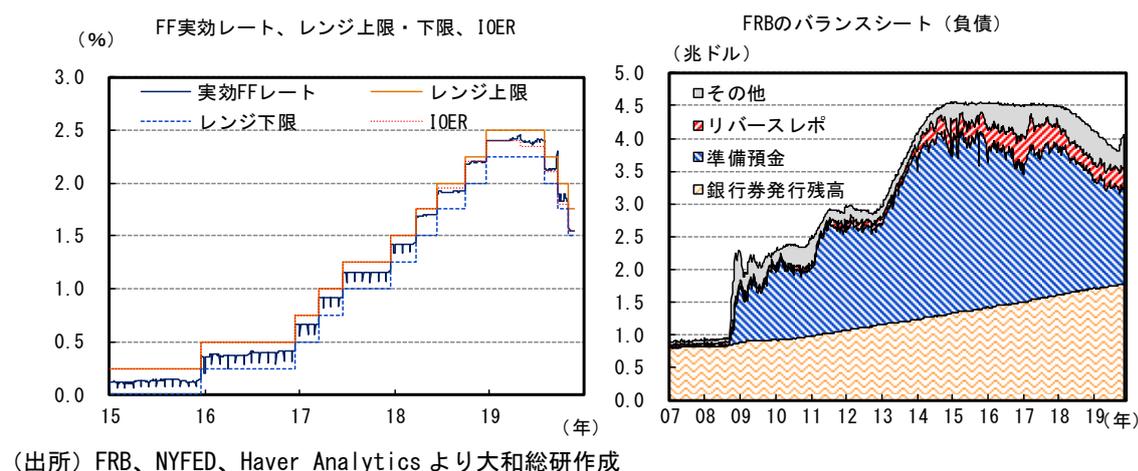
レポレート上昇の背景に関しては、「法人税納付や国債入札の決済が契機となった」という見解があった一方で、構造的な要因を指摘する声も多かった。FRBによるバランスシートの縮小が急速に進む中で、「準備需要を過小評価していた可能性がある」という指摘があった。とりわけ、「FRBは準備需要の把握に努めてはいるが、金融機関の行動の変化によって、準備需要が捉えにくくなっている」といった声もあった。金融機関の行動の変化という観点では、報道等にもあるように、リーマン・ショック後に強化された流動性規制が金融機関に資金を出しにくくさせているという意見が多かった。「流動性規制を満たす上で、銀行は準備預金を積んでいたとしても、急激な資金需要の変化に備えて銀行は資金を出そうとしない」という金融機関の行動の変化が、レポ市場における流動性のタイト化をもたらしたと考えられる。

また、流動性規制だけでなく、様々な規制が複合的に金融機関に資金を出しにくくさせている可能性もある。例えば、大規模銀行に提出が求められる破綻処理計画や、システム上重要な銀行に対する資本上乗せ規制（いわゆる、G-SIBサーチャージ）が金融機関による資金供給を抑制したとの指摘があった。破綻処理計画に関しては、流動性要件に関する明確な要求水準は設定されていないものの、国債ではなく、準備預金等で流動性を確保するよう当局から指導されている可能性がある。また、G-SIBサーチャージに関しては、金融機関は資本の上乗せを回避するためにレポ取引を控えるインセンティブが働きやすいと考えられる。つまり、金融機関に流動性を確保させることを目的とした流動性規制以外にも、金融機関がレポ市場への資金供給を抑制するようなインセンティブを持たせる規制が存在すると考えられる。

加えて、FRBの初期対応が後手に回ったこともレポ市場における不安を高めた、という指摘もあった。9月16日のレポレート上昇の段階でFRBが流動性を供給していれば、17日にFFレー

トが誘導目標レンジを超えなかったのではないかと、とも考えられる。FRBも17、18日にFOMC（連邦公開市場委員会）を控える中で、様子見せざるを得なかったのかもしれない。他方で、初期対応が後手に回った反省は、活かされているようである。10月11日に公表された流動性供給対策は10月4日に臨時でFOMCが開催され、決定されたものである。また、ウィリアムズ・NY連銀総裁は10月17日にレポレート上昇とその後の対応策に関して講演を行っており、市場参加者はマーケットを軽視しないという意思表示としてポジティブに捉えているようである。

図表2 FF実効レート、レンジ上限・下限、IOER、FRBのバランスシート（負債）



(出所) FRB、NYFED、Haver Analytics より大和総研作成

③米国における金融政策の行方

【現状認識】

2015年12月以降、金融政策の正常化を進めてきたFRBは、2019年3月のFOMCで年内の利上げを見送る見通しを示し、バランスシートの縮小を9月末で停止する方針を示した。加えて、2019年6月のFOMCでは、低調なインフレ率と不確実性の高まりへの懸念を強め、景気拡大を維持するために「適切に行動する」、と利下げを示唆した。その後、7月、9月、10月のFOMCではそれぞれ0.25%ptずつ、計0.75%ptの予防的利下げを行うことを決定した。

当面の金融政策運営に関しては、2019年10月のFOMCで予防的利下げはひとまず休止とみられる。10月FOMCの声明文では、予防的利下げのシグナルであった「適切に行動する」という表現が削除された。また、パウエルFRB議長による記者会見では、「我々の見通しを変更させる事態が発生した場合には、状況に応じて対応する。金融政策にあらかじめ決まった道筋はない」と、今後の利下げ可能性は否定しない一方、見通しを変更させる事態の発生という更なる利下げをする上でのハードルを設定した。結果、2019年12月10・11日のFOMCでは利下げを実施しないという見方が、市場参加者のコンセンサスとなっている。

また、FOMCでは新たな金融政策の枠組みに関して検討を進めている。インフレ率が低水準で推移する中、既存のインフレ目標に代わる新たなインフレ目標（一定の物価水準を目標に置くインフレ水準目標や一定期間の平均インフレ率が一定の伸び率になることを目標とする平均インフレ目標（一時的な目標未達分をその後の超過分で埋め合わせることからメイクアップ戦略

と呼ばれている)、インフレ目標値に幅を持たせるインフレ目標のレンジ化など)を検討している。また、過去に比べて相対的に低水準となっているFFレートを前提に、景気後退期に取り得る方策(フォワードガイダンスやバランスシート拡大の実施方法、マイナス金利の導入)も検討内容の一つである。このほか、常設レポファシリティの設定といった流動性供給対策も論点である。FRBは検討結果を基に、2020年前半に新たな金融政策の枠組みを公表する見込みである。

【現地有識者の見方①】当面の金融政策運営

当面の金融政策運営に関しては、12月のFOMCでは政策金利を据え置くという見方が多かった。他方で、米国の金融政策の行方を左右する要因として衆目を集めていたのは、2名空席となっているFRB理事に誰が就任するかという点であった。トランプ大統領が候補者として挙げているのは、ジュディ・シェルトン欧州復興開発銀行(EBRD)米国理事と、ブロード・セントルイス連銀総裁の部下のクリストファー・ウォラー執行副総裁である。ヒアリングによれば、いずれの候補者に関しても議会の承認を得られる可能性があるとの見方があった。

FRBに対して更なる利下げを要求しているトランプ大統領にとっては、金融緩和を推進するハト派的な候補者を推挙したいという思惑があるだろう。シェルトン EBRD 米国理事が FRB 理事に就任すれば、トランプ大統領の名代としてハト派的な提案を進める可能性が高いという意見もあった。他方で、パウエル FRB 議長と議会は良好な関係を維持しており、議会はトランプ大統領が指名する候補者を慎重に精査しているようだ、との見解もあった。

【現地有識者の見方②】新たな金融政策の枠組み

新たな金融政策の枠組みに関しては、いずれにせよ抜本的な改革にはならないという見立てが多かった。とりわけ、現在FRBにおける議論の中心となっている新たなインフレ目標については、「抜本的な改革というよりは、多義的に解釈が可能な表現が用いられる」、「平均インフレ目標といったメイクアップ戦略を厳密に運用することは難しい」という指摘が目立った。また、新たなインフレ目標は、緩和的な金融政策を維持することは容易になる一方で、今後2-3年後に利上げフェーズに至ったとしても利上げは難しくなり、低金利が長期化しやすいことを懸念する声もあった。9月のFOMCにおいても、新たなインフレ目標の導入に対して慎重な見方が多かったことに加え、参加者の幾人かは機械的なルールよりも戦略的なルールの方がより柔軟に運用しやすいという指摘があった。新たなインフレ目標に関してはFRBの政策余地を狭めない抽象的な表現となる公算が大きいと言える。

景気後退期に取り得る手法に関しては、マイナス金利の採用は低いとの見方が多かった。マイナス金利に関しては、ユーロ圏を例に挙げながら、金融機関への副作用を懸念する声が多かった。「欧州債務危機までは、ユーロ圏の金融機関は相対的に堅調であった。しかし、欧州債務危機以降、ECBは金融緩和を進め、マイナス金利を導入したことで状況は変わった。低金利が継続する中、ユーロ圏の金融機関は疲弊し米国金融機関に比べて没落した。今では米国のJPモルガン・チェースの時価総額とユーロ圏の主要な金融機関の時価総額10社の合計が同水準となっ

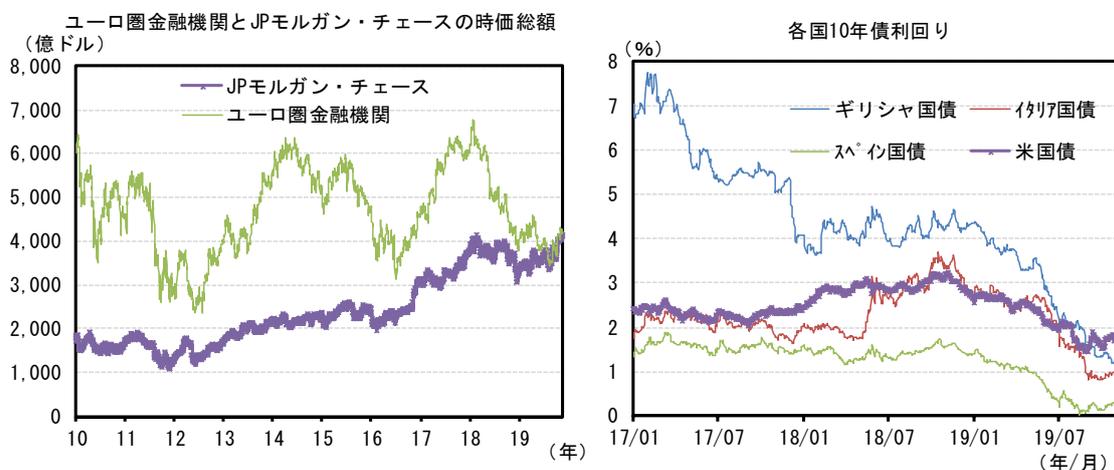
ている」といった指摘があった。ユーロ圏の金融機関の没落は、マイナス金利のみが理由ではないが、金利水準の低下が稼ぐ力の劣化をもたらすなど副作用が多い点は確かであろう。

また、債券市場の機能不全に対しても懸念は高まる。マイナス金利を実施するユーロ圏と 2018 年まで金融政策の正常化を進めていた米国を比較し、「低金利状態が続けば、債券市場が機能不全に陥る。欧州債務危機を引き起こした国と米国の債券利回りを比較すると、足元でイタリア国債、スペイン国債に加えて、ギリシャ国債までもが、米国債よりも低利回りになっている。信用リスクが評価できなくなっている可能性もある。市場の何かがおかしい」といった指摘もあった。経済状況や通貨、金融政策の違いから、南欧諸国の国債と米国債を単純に比較することはできないが、欧州におけるマイナス金利が、リスクプライシング、ひいては投資家のリスク認識をゆがめている可能性がある点には留意が必要だろう。

マイナス金利導入に対する懸念が多い中、FRB もマイナス金利の副作用を十分に認識しているようである。これまでの FOMC における議論の中で、景気後退期における手法としてフォワードガイダンスとバランスシートの拡大を積極的に活用することが有効という見方が参加者の中で共有されている。また、パウエル FRB 議長は 11 月の上下両院合同経済委員会における証言で、マイナス金利導入に対して否定的な姿勢を示した。FF レートは過去に比べて低水準ではあるもののマイナス金利まで一定程度の距離があることや、バランスシートの拡大といった他の方法もあることから、マイナス金利導入に対して否定的なスタンスを維持することは可能であろう。

他方で、2019 年 12 月には対中追加関税第 4 弾の保留分発動など、米国経済の下振れリスクは残存しており、景気後退期における手法の模索に対する注目度は高い。例えば、11 月にトランプ大統領がパウエル FRB 議長と面会した際にも、トランプ大統領はマイナス金利の導入をパウエル FRB 議長に提案したとされる。トランプ大統領は度々 FRB の政策に対する不満を示しているが、2020 年の大統領選を控えて景気後退となった際のスケープゴートとして FRB を捉えているとの見方もある。FRB がこうした政治的な圧力にどのように対応していくかが、当面の金融政策運営や、新しい金融政策枠組みのポイントとなる。

図表 3 ユーロ圏金融機関と JP モルガン・チェースの時価総額、各国 10 年債利回り



(注) ユーロ圏金融機関の時価総額は、ユーロ圏にある主要金融機関 10 社の時価総額を合計したもの。

(出所) Bloomberg より大和総研作成