

KAMIYAMA Reports vol. 64

欧州出張報告： 中央銀行は冷めた目で見ている

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 欧州の中央銀行が金融引き締めへ転換するのは、まだ先になりそう
- 長期的な成長・インフレは金融危機前に戻らないとみているようだった
- 金融規制強化の功罪は十分認識、シャドウバンキング規制はこれから

欧州の中央銀行が金融引き締めへ転換するのは、まだ先になりそう

10月24～28日にデンマーク、ドイツ、英国などの各国・地域の中央銀行のスタッフと会う機会を得た。結論として、欧州の金融政策を束ねる ECB(欧州中央銀行)も Brexit(欧州連合からの離脱)の荒波に浮かぶ BoE(イングランド銀行)も、現時点で、金融引き締めへ転換するまでのインセンティブはないように感じた。

国・地域別に見ると、円建てでヘッジしてもプラス金利が獲得できることで人気があるデンマークは、石油・ガス産業の趨勢的な落ち込みを非製造業の回復でカバーしており、経済は回復基調にある。また、住宅バブルが起きているとは思えず、政治的な安定性も相対的に高いことから、資金流入が続き、クレジット市場も総じて安定感がありそうだ。



ECB(左)、ドイツ連邦銀行(右)の前にて

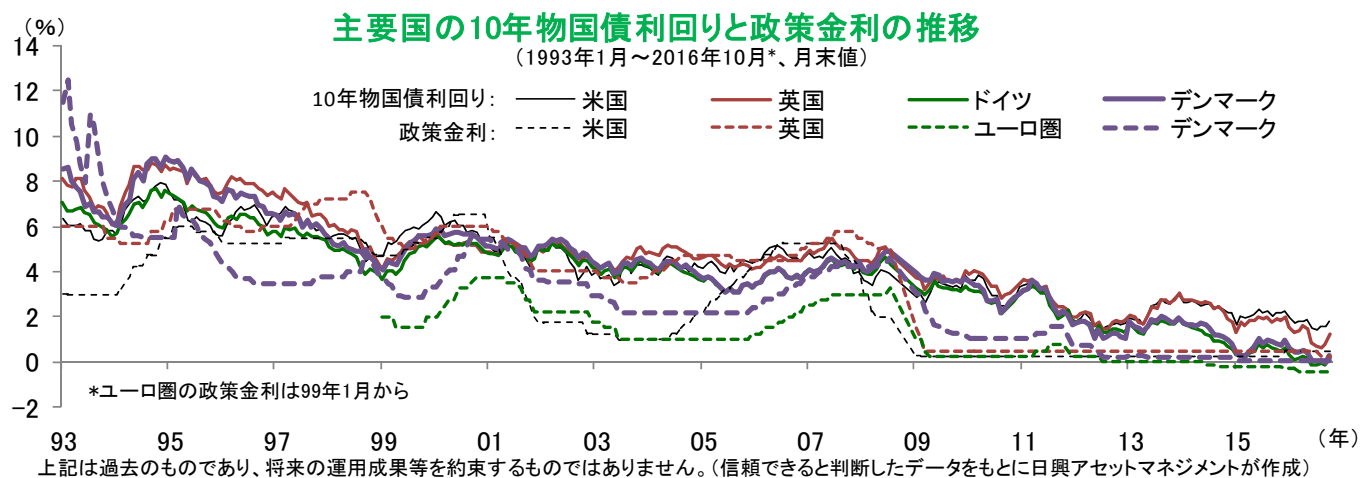
ユーロ圏は、消費中心に回復しているが、ECB スタッフは長期的に金融危機前の高いインフレ率に戻るとはみていなかった。ECB が政策を多少修正したとしても金融引き締めへ向かうとは考えにくいだろう。今のところ、今後の Brexit 動向や来年行なわれるドイツやフランスの選挙などの政治的不確実性があり、設備投資が順調に回復しているとは言いにくい状況だ。

英国は、今後、Brexit の進捗次第でインフレリスクが増すとの見方を BoE スタッフは持っていた。また、国内では、金融緩和よりも財政政策を行なうことの方が格差問題は和らぐとの見方があるようだ。これらのことが、金利や為替の動向を複雑にすることは否定できない。

長期的な成長・インフレは金融危機前に戻らないとみているようだった

総じて感じたことは、ドイツで訪れたドイツ連邦銀行も含め、どこの中央銀行スタッフも、今後すぐにインフレ期待や金利水準などが金融危機前に戻るとはみていないようであったことだ。つまり、仮にインフレ基調となって金利が上昇傾向に転じたとしても、政策金利の引き上げスピードはかなり緩やかなペースになる、ということになる。過去の政策金利の引き上げ局面では、しばしばマーケットが弱気で中央銀行が強気であることから、債券を中心に金融市場が荒れることがあった。しかし、今後、世界の総需要が改善し、金利上昇トレンドに入ったとしても、中央銀行がより「前のめり」になるリスクは小さいと感じた。

もともと、金利は米国や英国、ドイツなどで相互に関連性が強いという指摘もある。主要先進国の経済的なつながりの強さを背景に、米国の回復が世界の金利の方向性や変化のタイミングのカギになるという状態に変わりはない。言い換えると、トレンドを創り市場が動く要因は、米国における消費回復が、輸入を通じて世界に伝播していく道筋ということでもある。



金融規制強化の功罪は十分認識、シャドウバンキング規制はこれから

ドイツの大手銀行に関する不安が続く中で、欧州の金融機関経営と規制についても注目が集まっている。規制の観点からは、金融の安定は、単に個別銀行の内容を監視する(マイクロ・プルーデンス)だけではなく、金融市場の動きや金融機関等の規制と銀行等の貸出基準設定(ひいては景気)との関係などを監視する(マクロ・プルーデンス)ことも必要となる。各地域の中央銀行は、とにかく厳しくしようという意識から、より状況に応じた対応が必要との意識に変わりつつあるように感じた。また、金融規制については、全体として、金融機関に支援的な方向になる可能性が感じられた。

シャドウバンキング規制は、まだ考え始めたばかりという印象で、あまり具体的な話はないようだ。ただ一部では担当スタッフが増えているとの話もあった。シャドウバンキングとは、銀行など金融規制の対象外となっている投資信託や政府系投資機関を含んでいる。例えば、欧州の金融機関は、資金調達を多くを預金ではなく債券の発行でまかなっており、その債券を購入する投資家は世界に広がっている。仮に原油価格が下落し、産油国政府系投資機関が大量の資金を回収しようとした場合、突然、金融市場の流動性が枯渇することがあり得る。このような事態に対処できる銀行の不良債権処理のような仕組みが用意されていないことが、今年前半の金融市場の懸念のひとつでもあった。

このことについて、ECB では、監督する国が多いことから、国同士の規制等の「ハーモナイズ」が重要であると考えているようだ。それぞれの国は歴史や考え方によってさまざまな規制を敷いているが、全体としてうまく調和するようにEU(欧州連合)などが(規制の複雑さという別の問題も持つが)調整するようになっている。

一方、中央銀行が景気対策として考えていた金融政策によって長期金利が下がりすぎると、銀行の収益性が低下し、資本の健全性も低下するという問題について、中央銀行は十分認識している。最近の日銀の政策変更では比較的明確にこの問題が提示され、政策手段を変更する背景となった。欧州などでは明確にはなっていないものの、少なくとも議論が行なわれていることは、十分に感じられた。実際、中央銀行スタッフたちの最大の関心事は我々日本の投資家が日銀の最近の政策変更をどう思っているか、に集中した。筆者からは、コミュニケーションの失敗は望ましくないものの、手段が変わっても目的(例えば2%インフレ率目標)が変わらなければ良いと考える、と答えた。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official