

(9月に入り本格化してきた先進国の金融緩和志向)

欧州中央銀行（ECB）は9月12日の理事会で2016年3月以来、3年半ぶりに包括的な金融緩和策を決めた。銀行が余剰資金をECBに預けた際に課すマイナス金利の幅を現在よりも0.1ポイント拡大し、マイナス0.5%とした。2018年末に終了した量的緩和策についても、国債の月額200億ユーロ（約2兆4000億円）のペースでの買い入れを11月から再開する。ユーロ圏の景気減速や低インフレが続くなか、ECBは正常化から再び緩和にかじを切った。

米連邦公開市場委員会（FOMC）は9月17～18日に開かれた。米連邦準備理事会（FRB）は、景気下振れリスクへの対応として、トランプ大統領が公然と政策金利1%の引き下げを求めている中で、米中の貿易交渉が再開する方向となったものの、景気減速を未然に防ぐため、景気拡大期にもかかわらず、政策金利を1.75～2.00%へと0.25%引き下げる異例の「予防的利下げ」を再び決断した。

9月18～19日に開かれた日銀の金融政策決定会合においては、金融政策は現状維持とされた。6年半にわたり異次元緩和を続けてきた日銀は、緩和の長期化に伴う運用難などの副作用への目配りが欠かせず、「次の一手」の緩和の必要性が明確にならなかったため。今後、1ドル=100円に迫るほど円高・ドル安が進めば、マイナス金利の深掘りを含む追加緩和が現実味を帯びようが、今回、ECBがマイナス金利の深掘りも含めて政策を総動員してもユーロ安が進まなかったことや、為替レートが円高に向かう兆候がみえなかったことも日銀の現状維持の判断に影響を与えた。市場では日銀によるマイナス金利の深掘りは、日米の金利差縮小に伴う円高を和らげるための最後のやむを得ない手段とみられているため、その効果に懐疑的な見方が広がれば、その政策手段は封じられざるを得ないという状況だ。

(注目される日銀の対応)

日銀は7月の金融政策決定会合の声明文で「物価安定の目標に向けたモメンタム（勢い）が損なわれるおそれが高まる場合には、ちゅうちょなく追加的な金融緩和措置を講じる」との表現を追加し、予防的な緩和に動く構えを示した。9月6日の日経新聞によれば、黒田総裁は同紙のインタビューの中で、「7月以降、今の段階で何か非常に変わっているとは思っていない」、「現時点で（2%の）物価安定の目標に向けたモメンタムは維持されている」、「個人消費、設備投資という内需は比較的しっかりしている」と指摘したうえで、「米中貿易摩擦を中心に警戒を要する」と強調したと報道されていた。

そして、日銀はこれまで追加緩和の具体策として(1)短期政策金利の引き下げ(2)長期金利操作目標の引き下げ(3)資産買い入れの拡大(4)マネタリーベース（資金供給量）の拡大ペースの加速——の4つを示してきたが、黒田総裁は上記インタビューの中で、「金融システムに与える影響、金融仲介機能や市場機能を阻害することにならないか、プラス面マイナス面を総合的に勘案して最も適切な緩和策を講じる」として、副作用に配慮する考えを改めて示していた。

今回、日銀は政策決定会合後の声明文で、米中の追加関税の引き上げが進み、中東情勢の緊迫化で原油価格が一時急騰するなど景気の下押し要因も増えたため、海外経済については「減速の動きが続いている」として判断を引き下げた。しかし、国内の景気や物価にはまだその悪影響が波及していないと判断さ

れたため、金融政策のスタンスを現状維持に据え置いた。今後、市場参加者から金融政策の有効性に疑問符が付けば、円高圧力が強まりかねないことも踏まえ、今回の政策決定会合後の声明文では、こうした疑念を生まないよう、予防的に、「次回の10月末の決定会合で経済・物価動向を改めて点検していく」姿勢を注意深く打ち出している。

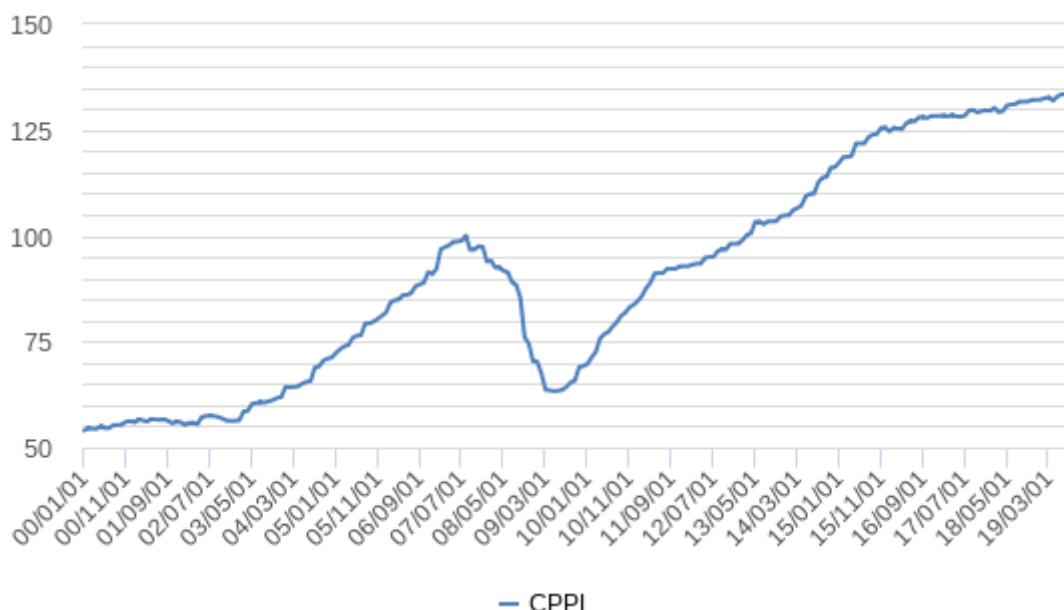
(図表1) 日米欧の金融緩和政策の変更状況

国	政策決定時期	金利政策	量的緩和等	その他
欧州	9/12	中銀（ECB）への銀行の預金金利 ▲0.4% →▲0.5%	銀行からの国債を月額200億ドル買入れ（11月から）	緩和のフォワードガイダンス 「少なくとも2020年前半まで」→「インフレ見通しが2%近くという物価目標に確実に近づくまで」
米国	9/17～18	2.00%～2.25% →1.75%～2.00%		景気拡大期における異例の緩和措置であり、過大な債務リスクを高める可能性がある。
日本	9/18～19			国内の景気は「基調としては緩やかに拡大している」とし、直ちに政策を変える必要はないと判断。ただ、海外経済の減速が続く中、「より注意が必要な情勢になりつつある」と警戒感を表明。

(金融緩和のもたらす弊害について)

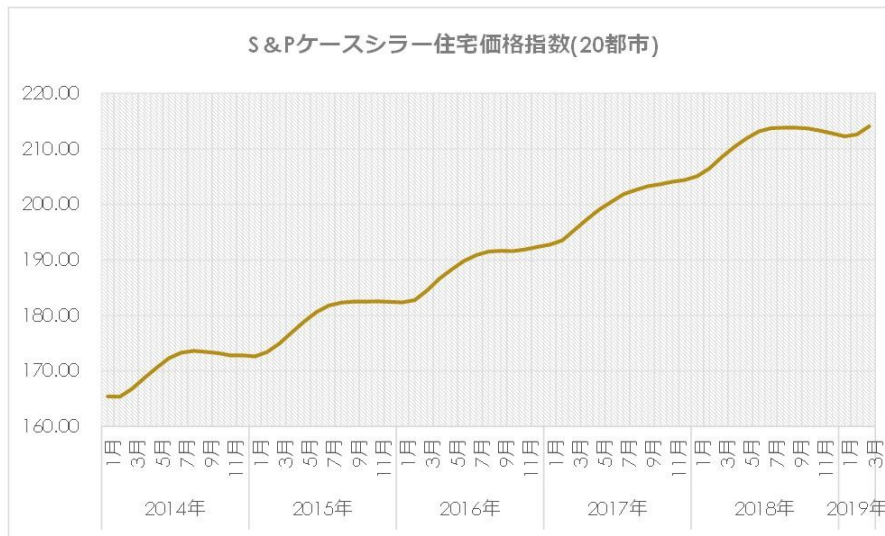
先進諸国における一段の金融緩和は当面景気の下支え要因として機能する一方で、金融緩和に伴い生ずる流動性の不均衡を温存させ、バブルを招くリスクが高まる側面がある。アメリカについてみると、商業用不動産価格指数は2008年比で、5割増になり（図表2）、主要20都市のS&Pコアロジック・ケース・シラー住宅価格指数も5年以上にわたり上昇を続け、高水準のまま推移している（図表3）。

(図表2) 米国商業用不動産価格指数（2008年8月=100）



(注) 1. 「株式マーケットデータ」資料による。
2. 米国の調査会社グリーン・ストリート・アドバイザーズが米国のレバレッジのない商業用不動産の価値を指数化したもの。

(図表 3) S&P/ケース・シラー住宅価格対前年同月比増減率 (20 都市)



(注) S&P DOW JONES Indices をもとに作成。

さらに、現在、国際的に、企業や金融機関のリスク資産に対する姿勢は積極的であり、米国では格付けが①トリプル B 格未満のハイイールド債と呼ばれる社債、②格付けが低い相対的に信用リスクが高い企業向けの貸し出しであるいわゆるレバレッジドローン及び③これらを束ねて証券化した CLO (Collateralized Loan Obligation) と呼ばれるローン担保証券の新規発行額は、2019年9月21日週刊ダイヤモンドの吉川洋・山口廣秀論文「高まる米国の金融リスク、日本経済の激震の要因に」に示されるとおり、高水準であり、その発行残高も、日銀の「日銀レビュー「米国クレジット市場の最近の動向について (2019.3)」」によれば、2018年末段階で、①が 1.2 兆ドル、②が 1.1 兆ドル、③型 0.6 兆ドルと 2007 年の金融危機以前よりも高いレベルである(図表 4)。こうした中で、パウエル FRB 議長は 5 月講演において「企業債務は歴史的な高水準だ」と指摘し、警鐘を鳴らしたが、今回の緩和措置が加わることで、何らかの要因で、株や為替のボラティリティが上がり、主要企業の格下げ、大きなデフォルトが発生すると、グローバルな悪循環が起こり、世界経済の落ち込み、金融システムの混乱を通じて、国内の企業や家計の投資・消費の抑制から経済活動が萎縮し、企業部門全体のバランスシート調整が一層起こりやすい状況になるといえよう。

(図表 4) 低格付け企業の社債・ローンの分類

	社債	ローン
投資適格資産	BBB 格以上	適格ローン債権
投機的等級 (格付け) 資産	ハイイールド社債	レバレッジドローン →証券化による CLO (ローン担保証券)

(注) 投資適格社債中最低位の BBB 格債の残高は 3.2 兆ドルと増加が目立っている。

(9月19日日経新聞朝刊一面トップ記事が金融超緩和期による世界の債務拡大に懸念も)

こうした中、日経新聞 9 月 19 日朝刊 1 面は「社債発行世界で急拡大」のタイトルで、世界の企業によ

る 9 月の社債発行額が 1 日あたり 112 億ドル（1 兆 2100 億円）と過去最高ペースにあると報じた。また、世界の上場企業（金融を除く。）の有利子負債は 2018 年度には約 20 兆ドル（2160 兆円）と過去 10 年間で 8 割増増加したという。国際通貨基金（IMF）によると世界の企業債務は 2018 年には 170 兆ドルと 10 年前に比して 5 割増増加し、世界の GDP 80 兆ドルの 2 倍を超えている。今回、9 月中旬に、欧州中央銀行（ECB）が緩和強化を決め、米連邦準備理事会（FRB）も利下げに転じ、各国の中央銀行も再び金融緩和への動きを強め、金利の低下圧力が加わるなか、低金利を背景に、有利な条件で社債を出せるとみて、信用力の低い投機的等級のハイイールド債を発行する企業を含めて、企業が前倒しで低コストの資金を調達しようと起債を急いでいるためだ。こうした中で、収益力に見合わないほどの債務を抱える企業も目立ち始めており、記事は、超低金利を背景にした企業債務の増大は、調達した資金がうまく投資にまわれば将来の成長を後押しするが、米中摩擦の激化などが響いて世界景気が一段と冷え込めば、債務返済に窮する企業が増え景気悪化を助長するリスクをはらむとの懸念を示した。こうしたなか、9 月 22 日の日経新聞朝刊一面では低格付け向けの企業融資であるレバレジド・ローンが形を変えた CLO（ローン担保債権）から、資金を引き揚げる投資家が増えていると報じている。

（荒井 俊行）