

金融市場パネル限り

海外発ショックに対する政策対応・レジリエンスの違い

エムエスティ保険サービス株式会社

代表取締役会長 内田和人

Executive Summary (1)

- かつて（リーマン危機以前は）外的ショックに対する政策対応は、**各国の経済状況に合わせた形で行われ、いわゆる伝統的なマクロ経済政策の範疇**で行われていた（**金融政策は米国：テイラールール＝実質実効金利目標、日本：ゼロ金利＋量的緩和政策＝当座預金調整**）。特に**財政政策においては、一定の財政規律（米：年金改革、日：郵政民営化、EU：マーストリヒト条約）が維持**されていた。
- **日米欧の金融・財政面の政策対応が大きく変化した契機はリーマン危機**。未曾有の世界同時金融危機及びその海外連鎖を目の当たりにして、**非伝統的な金融政策及び巨額の財政出動が日米欧で次々と実施**された。とりわけ、**欧米では流動性危機を封じ込めるべく、急進的な量的緩和政策が敢行**された。
- その後も主要国の債務バランスシート調整や少子高齢化、労働生産性の低下を背景に「**長期的不況論＝セキュラスタグネーション（secular stagnation）**」が海外経済専門家の間で蔓延。**主要国中央銀行は、非伝統的金融政策を拡大**させた。
- 米国では、リーマン危機時に実施した大規模な資産買い入れ（LSAP）を増長、3回にわたる大規模な量的緩和政策を約5年間にわたり実施した（QE I, QE II, QE III）。①**実質金利マイナス政策及びマネタリーベース拡大、②将来の金融緩和期待を醸成するシグナリング効果、③リスク性資産価格上昇を企図したポートフォリオ・リバランス効果など複合的效果**を狙った。欧州では、ソブリン危機への対応もあり、**国債買入と無制限資金供給（3年LTRO、OMT）を実施、その後も初めてマイナス金利政策を実施し、ABS購入、社債購入など米国同様、ポートフォリオ・リバランス効果を狙い金融政策を志向した。**
- わが国では既に非伝統的金融政策を実施していたこともあり、漸進的な量的緩和政策による低ボラティリティによる「**Search-for-yields**」にとどまっていたが、**黒田総裁就任により金融政策のレジームチェンジ「漸進主義」⇒「超急進主義」を敢行。政策を総動員し、コンセンサスブレイクを狙う日本型リフレ政策に変貌した。**
- 非伝統性金融政策が長期化するなかで、金融政策の限界論も出始め、**財政政策を重要性を唱える考え方「物価水準の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level）」が広がり、**金融市場においては、**Fiscal dominance（財政従属）とFinancial repression（金融抑圧）がより強まる傾向**が明確になった。

Executive Summary (2)

- こうした中で起きた**新型ウィルス危機**では、**過去の教訓に基づく非伝統的金融政策と大規模な財政支出が即座に実行**された。特に非伝統的金融政策には**新たな信用緩和（直接的なリスク性資産買い入れ）**が加わり、**包括緩和（＝強力な中央銀行プット）の下に金融（リスク性資産）のレジリエンスはV字型回復を示現した**。**この成功体験が政策当局者のいわゆる高圧経済政策（金融・財政両面からの超需要刺激政策）に傾斜しやすい環境を作り出した**とも考えられる。また、欧州、中東、アジアでの地政学リスク発生を背景に「権威主義国の増加VS民主主義の衰退（ポピュリズム化）」の趨勢が定着しつつあり、右派・左派ともに財政ポピュリズムが広がりやすい状況が生まれた。ある意味、**この財政ポピュリズムと金融正常化（利上げ＋量的緩和縮小）のアンバランスが将来の外的ショックを引き起こす潜在的なリスク**だとも考えられる。
- 別の観点から、リーマン危機後の構造変化を捉えると**「伝統的金融仲介（銀行等）の影響力低下VSノンバンク金融仲介（NBFI）の影響力拡大」という潮流**がある。FSBによると、金融機関全体（銀行、NBFI、中央銀行等）は2022年末時点で約500兆ドル弱に達し、そのうち、約50%をNBFIが占める（リーマン危機前は約40%程度）。IMFはNBFI発の金融リスクを指摘しており、なかでも**金融環境の悪化時におけるリスク性資産の市場流動性低下（リスク性資産の資金換金やロスカット）及びレバレッジ逆噴射（高レバレッジの反動）**が懸念される。
- 新たな外的ショックへの政策対応について、上記に示した通り、**リーマン危機の教訓が生かされ、金融市場混乱（流動性危機）の封じ込めや金融抑圧（包括緩和）、機動的な大規模財政支出などの経験値は高まった**と言える。一方で**既に巨大に積み上がった公的債務残高及び中央銀行のB/S規模、さらにはノンバンク金融仲介（NBFI）の影響力増大を鑑みると、過去の経験値による政策対応が限界乃至は制御不能となる可能性も否定できない**。当面は、**トランプ政権の権威主義的な経済政策（関税、為替、金融政策等）が金融市場の不確実性を高め、それがNBFIの行動変容をもたらすかが注視**される。

海外発のショックに対する政策対応とレジリエンス

市場 \ JGB	ITバブル崩壊 (2001年～)	リーマン危機 (2008年～)	欧州ソブリン危機 (2010年～)	新型ウィルス危機 (2020年～)	トランプショック (2025年～?)
内容	インターネット関連企業の実需に合わない実需投資と株式投資によるバブル発生と崩壊	サブプライム住宅ローン危機を発端に米大手金融機関が経営破綻し、世界金融危機が現出。未曾有の世界同時不況へ	ギリシャ危機（国家財政の粉飾決算）に端を発する欧州債務危機や通貨危機（ユーロ危機）	新型ウィルス感染拡大に伴う供給・需要両面が相互作用し、経済悪化が深刻化。金融市場也大混乱。	独断専横的な経済政策による金融市場の混乱及び地政学リスク。自由貿易の後退に伴うインフレ圧力増大。
特徴	米国発ITバブル崩壊はその後の米同時多発テロも重なり、世界同時不況（需要減少）へ。背景にIT水平貿易の急拡大。	株価暴落、社債市場の機能停止、インターバンク遮断など金融機能が著しく阻害、海外金融機関の連鎖破綻リスクが増大。	PIIGSと呼ばれる5か国及び東欧諸国の国債価格が暴落し、同国債を保有する欧州銀の経営悪化が深刻化。	過去に例をみない経済危機を受けて主要国は過去最大の財政出動と包括緩和を実施。インフレ転換の契機。	権威主義的リーダーによる世界分断化がもたらす不確実性の高まりが経済・金融の不安定化要因。NBFIの市場流動性リスクが再燃。
金融政策	FRBは超低金利政策（FF1%）、日銀はゼロ金利政策＋量的緩和政策（当座預金目標）、欧州は低金利政策	世界同時利下げ（日米ゼロ金利政策）。主要国は非伝統的金融緩和（量的緩和、間接的信用緩和）に着手。	ECBは南欧国債購入とリファイナンス融資。FRBはQE2⇒QE3。日銀は包括緩和（資産買入・貸出支援）	FRBは1%緊急利下げ＋新たな信用緩和（財務省信用補完）。日銀は従来の包括緩和を強化。	インフレ圧力に対応しつつ、市場変動の高まりや政策協調のギャップ（欧米VS日）に苦慮。NBFIの不確実性・流動性リスクに直面。
財政政策	米国ではブッシュ減税＋住宅投資促進策、日本では緊急経済対策（金融再生）	初のG20開催「合計5兆ドルの財政出動と国際的な金融規制・監督の強化」中国が4兆元対策で世界経済の主役へ	米国は財政拡大継続、日本は東日本大震災もあり積極財政、欧州は財政規律重視で抑制的な財政政策。	世界全体14兆ドル規模の過去最大の財政出動（同公的債務GDP比率97%）。信用補完、現金給付等も。	ポピュリズム政治が蔓延するなか、拡張的な財政政策に傾斜しやすい。日本は国債価格下げリスクにも警戒。
レジリエンス（経済）	米国では消費・住宅が底支えし、早期にV字型回復。日本は不良債権処理・企業B/S調整によりデフレ継続。	G20の巨額財政出動を受け、中国・アジアが牽引し、V字回復へ向かうが、欧州ソブリン危機を受け、再び減速。	米国は高圧経済政策により景気回復、日本は大震災・デフレ要因、欧州は財政規律重視により景気停滞。	米アジアはV字型回復を示現。日欧は個別要因（ワクチン接種、デジタル化遅延、ロシア要因等）	?
レジリエンス（金融）	米国は段階的な利上げ局面（5%）へ向かうが、日本はデフレ継続によりゼロ金利＋量的緩和継続。	FRBの量的緩和・信用緩和を受けて米国株式は回復軌道、日欧は構造要因（デフレ圧力）根強く残り停滞。	米国は高圧経済政策により株価・社債市場とも堅調。日本はアベノミクスが出現し、株価が大幅反発。	株式急落後のV字型回復はリーマン危機後を上回る（大規模な財政出動＋包括金融緩和、インフレ転換）	?

リーマン危機時の金融政策対応

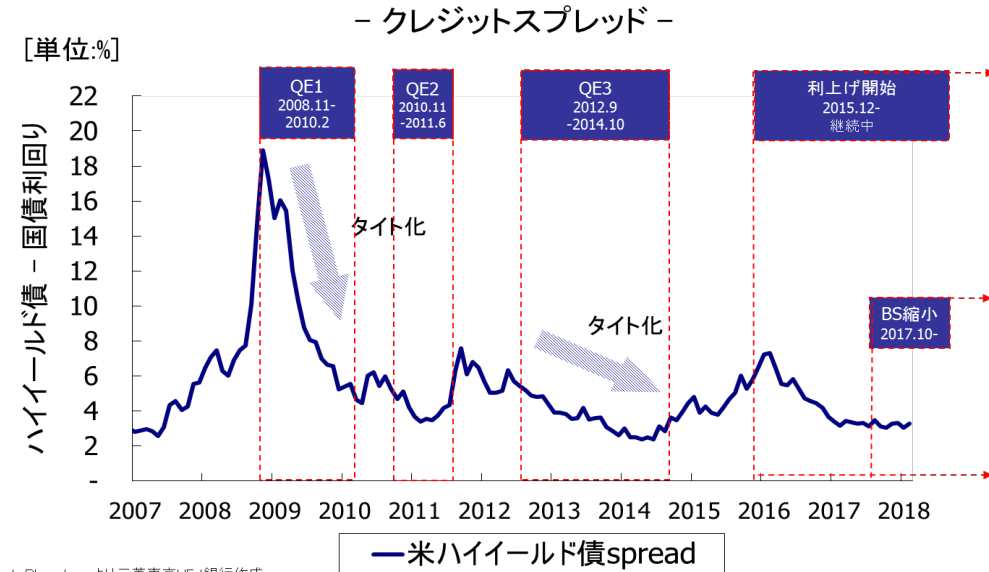
政策の種類	BOE	Fed	ECB	日銀
政策金利の 引き下げ幅	525bp (5.75→0.50)	500bp (5.25→0～0.25)	350bp (4.25→0.75)	40bp (0.50→0～0.10)
政策に対する説明	量的緩和	信用緩和	信用支援拡充	量的緩和
政策スタンスの特徴	通貨供給量拡大を通じた名 目支出の拡大を重視	信用市場の機能回復を重視	銀行の信用仲介機能の回 復を重視	実体経済悪化への対応
資産の買入 バランスシート拡大 (リーマンショック直前と ピークの比率)	積極的 大 (3.1倍)	(2.5倍)	(1.4倍)	消極的 小 (1.1倍)
個別金融機関・企業 への支援	○	○	×	×

リーマンショック及び海外発ショックの教訓から生まれた包括的金融政策の枠組み

1	リーマン危機への対応、流動性危機の封じ込み(急進的量的緩和:欧米)
2	漸進的な量的緩和政策、低ボラティリティによる「Search-for-yields」の増幅(日本)
3	ソブリン危機への対応、国債買入と無制限資金供給(欧州)
4	財政緊縮デフレ対応、実質金利マイナスとマネタリーベース拡大(欧米)
5	将来の金融緩和期待によるシグナリング効果を狙った政策(欧米)
6	資産価格上昇や貸出増加を企図した、量的・質的緩和政策 ポートフォリオ・リバランス効果(欧米⇒日本)
7	金融政策のレジームチェンジ「漸進主義」⇒「超急進主義」 一気に政策を総動員し、コンセンサスブレイクを狙うリフレ政策(日本)
8	Fiscal dominance(財政従属)とFinancial repression(金融抑圧)

リーマンショック後、ソブリン危機後の欧米金融政策と効果

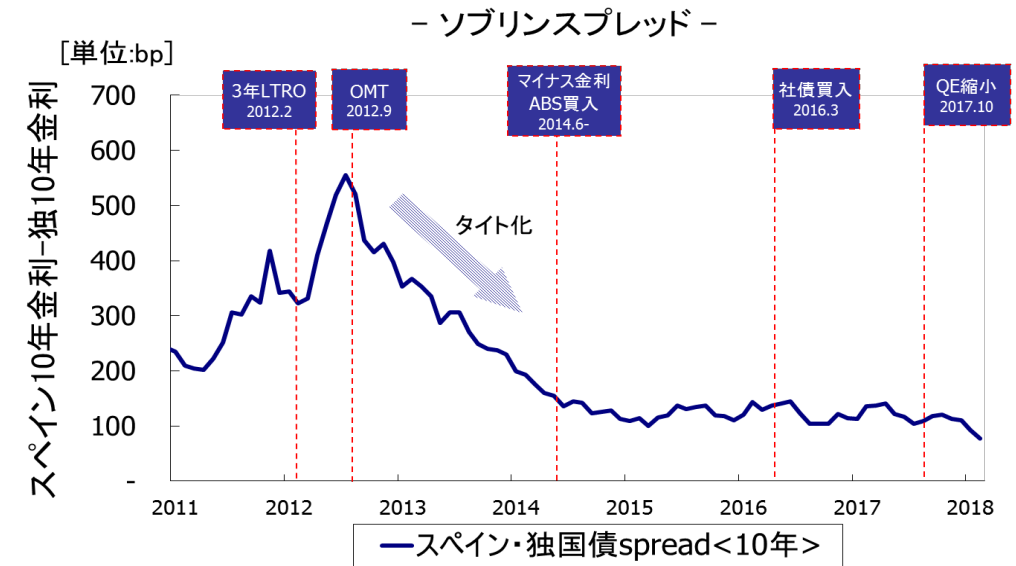
米金融政策と金融市場



出所: Fed, Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成



欧州金融政策と金融市場



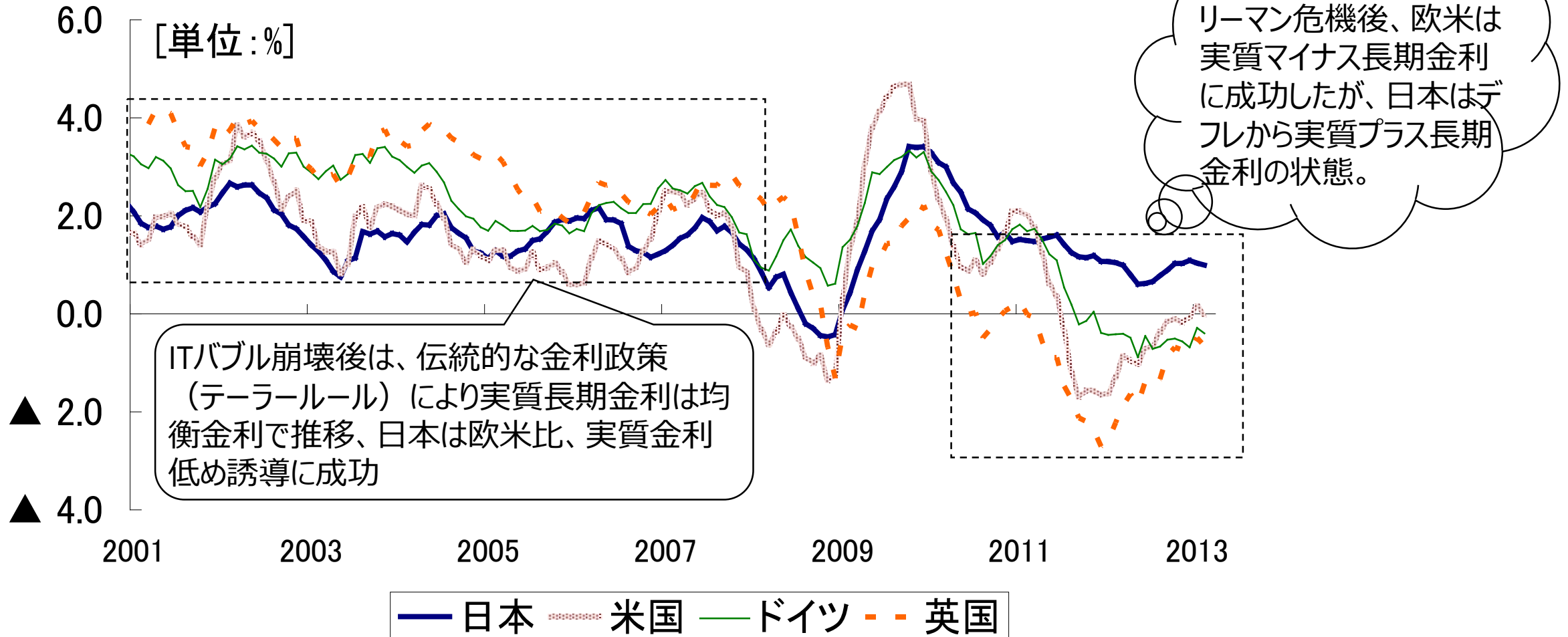
出所: Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成



出所: Bloombergより三菱東京UFJ銀行作成

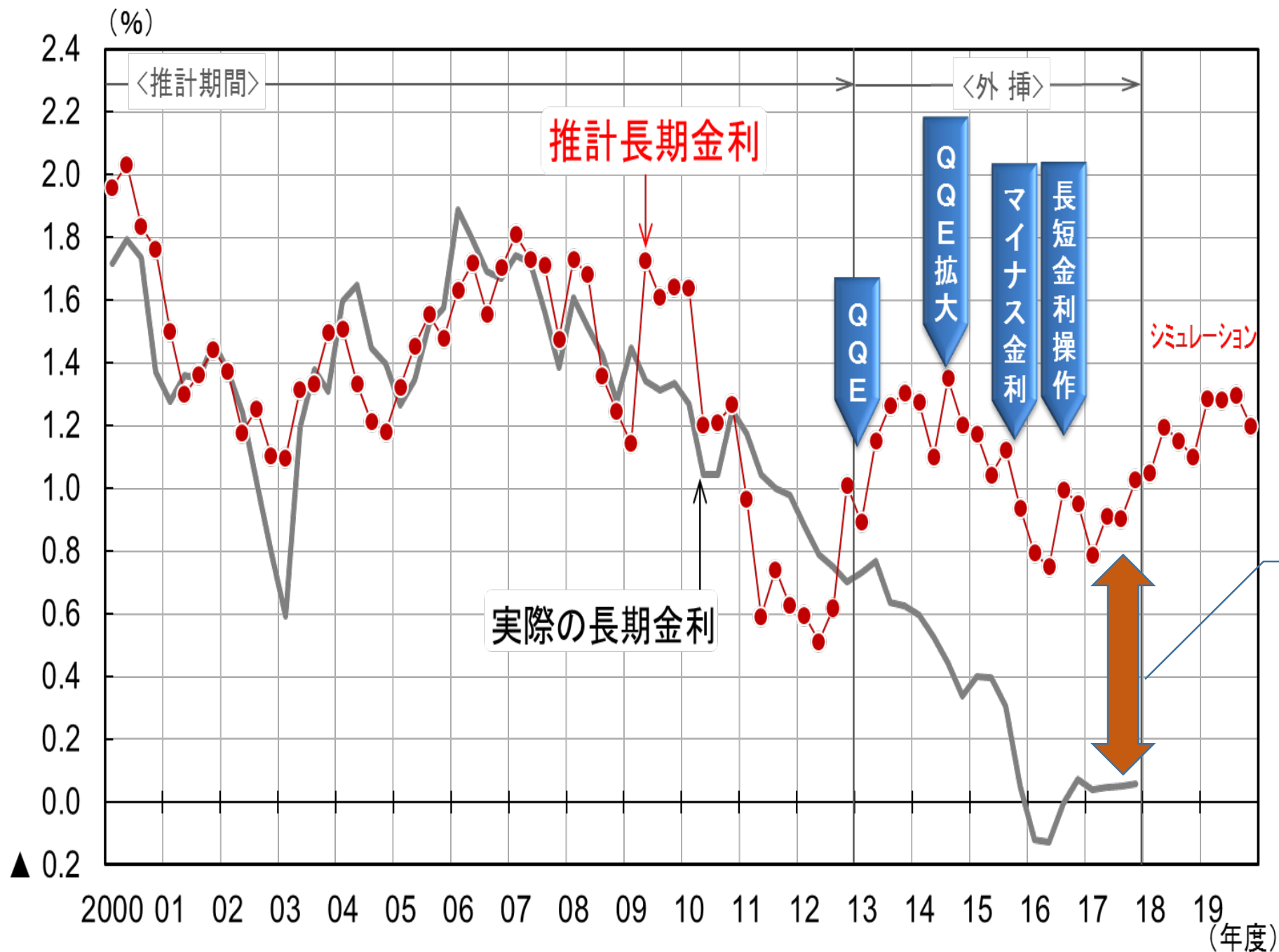
金融政策効果の比較考量（ITバブルvsリーマン危機後）

各国の実質長期金利の推移



出所: Bloombergより三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部作成

リーマン危機後の日銀包括緩和とその効果

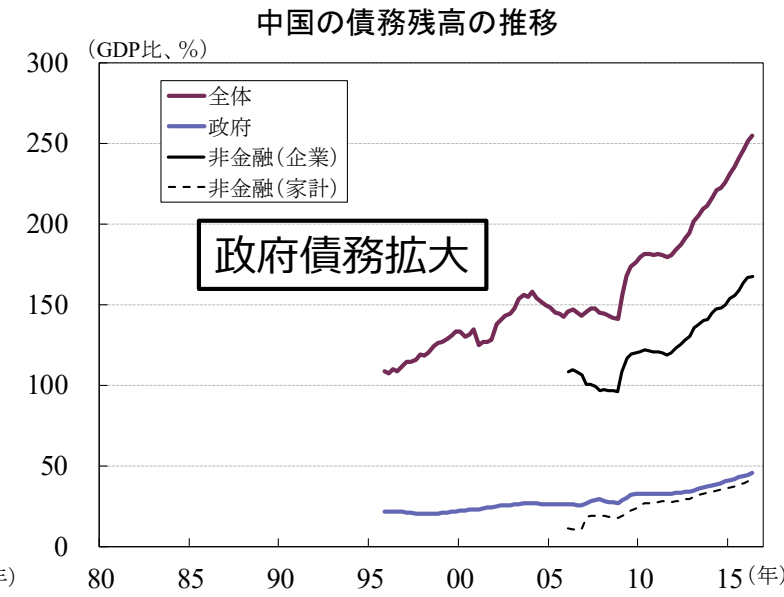
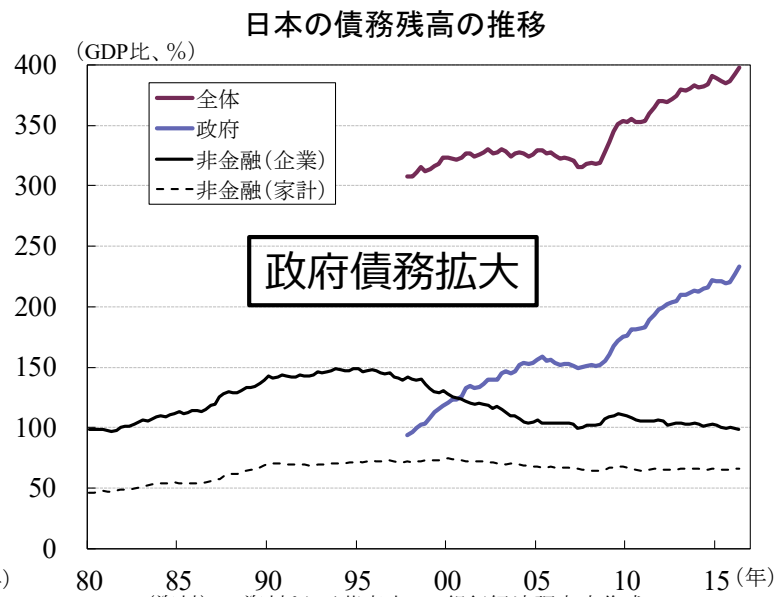
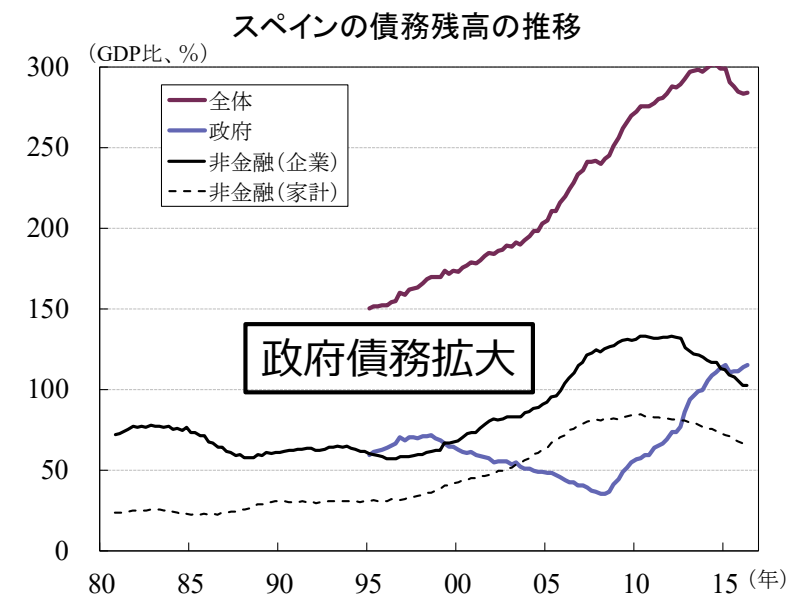
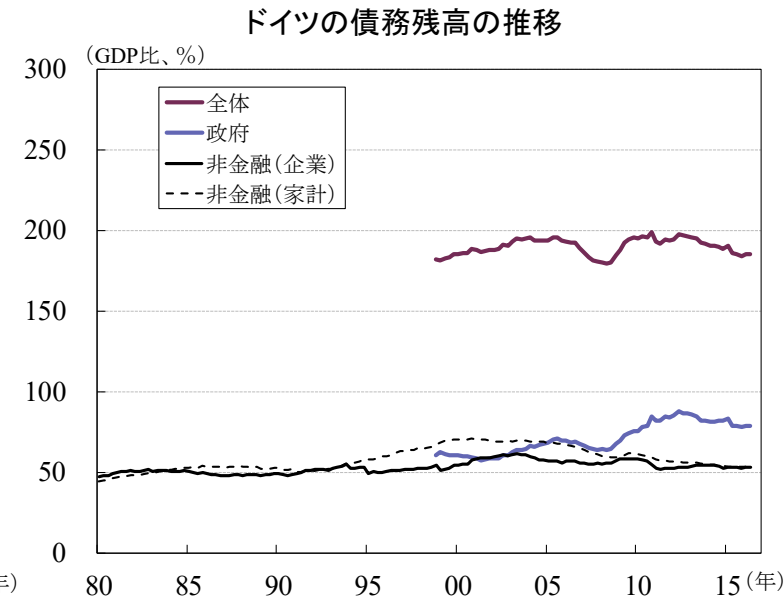
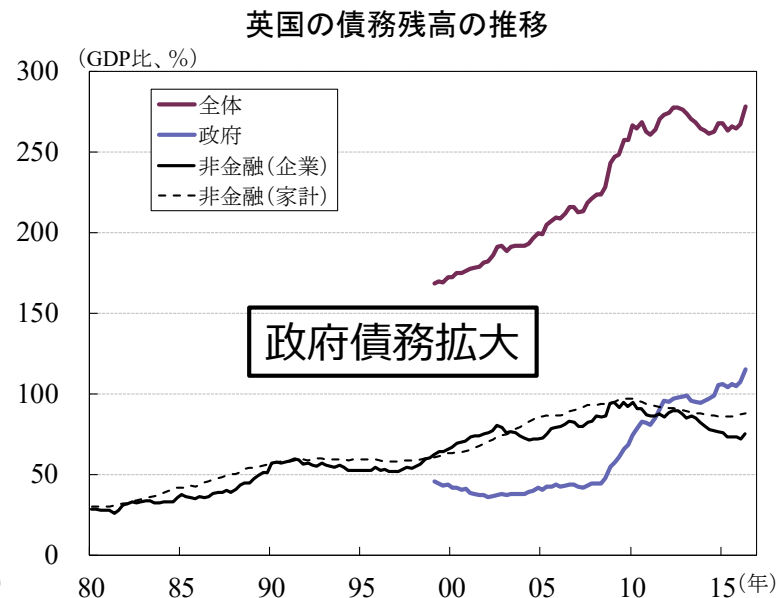
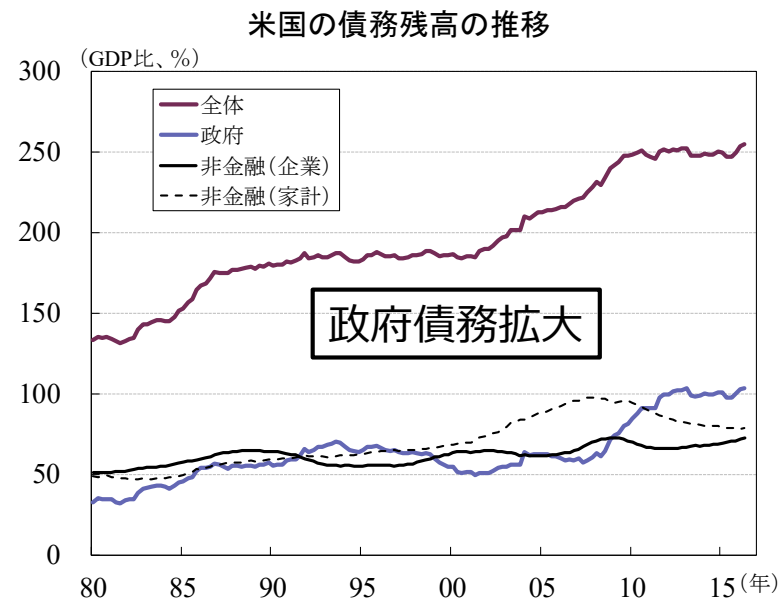


説明変数	係数
切片	1.26544
X 値 1: 無担保コールレート	0.50347
X 値 2: 鉱工業生産指数	0.00958
X 値 3: 全国消費者物価指数	0.40378
X 値 4: ドル円	0.00426
X 値 5: 米国実質長期金利	0.23945
X 値 6: 余剰キャッシュフロー	0.06619

日本はFinancial repression
(金融抑圧) の影響が大きく、
長期金利は理論値を大幅に下
回る水準で推移 (乖離率は約
1%)。

(資料) 日本銀行、経済産業省、総務省、財務省、日本経済新聞社、
Bloomberg等

包括的金融政策の裏側に隠された公的債務拡大（将来世代への負債）



(資料) BIS資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

新型ウィルス危機対策で確認された高圧経済政策（巨額財政出動＋包括的金融緩和）

政策の種類	米国	日本	欧州
財政政策	5回にわたり総額6兆ドルの巨額な財政支出を実施。現金給付（一人当たり最大3200ドル）、失業対策、コロナ対策	総合経済対策（約117兆円）、第2次補正予算（約116兆円）、政府保証による無利子・無担保融資（ゼロゼロ融資）	ユーロ圏主要4か国（独仏伊西）財政出動（GDP比2%程度）信用保証枠（GDP比13%程度）
金融政策① （金利・量的）	2度の緊急利下げ（50bp＋100bp）無期限の国債・モーゲージ買い入れ	マイナス金利（▲0.1%）維持 YCC政策（長期金利0%）	オペ金利（中銀預金金利）の引き下げマイナス25bp
金融政策② （信用緩和）	ターム物資担保証券融資ファシリティー（TALF）、 CPファンディング・ファシリティー（CPFF）、 PDクレジット・ファシリティー（PDCF） PMC・クレジット・ファシリティー（PMCCF） SMCクレジット・ファシリティー（SMCCF） MMF流動性ファシリティー（MMFLF）	CP、社債買い入れ（上限20兆円） 新型コロナ対応金融支援特別オペ（コロナオペ：総枠100兆円）、ETF/J-REITの買い入れ拡大	資産購入プログラム（APP）の400億ユーロへ増額、パンデミック緊急購入計画（Pandemic Emergency Purchase Programme＝PEPP）1兆3500億ユーロの実施
レジリエンス （経済）	高圧経済政策（巨額な財政支出＋包括緩和）により個人消費、設備投資、住宅投資が年率10%超と急回復	巨額の財政出動を受けてV字型回復に向かうも、コロナ対策（ワクチン接種等）の遅れ＝行動制限の長期化により当初の回復力は鈍い	巨額の財政出動により回復に向かうが、ロシアの地政学リスクをに伴う資源価格高騰及び供給制約を受けて景気停滞。
レジリエンス （金融）	高圧経済政策により米国株式は約半年間で既往高値を回復するなど日欧に比べて反発力が極めて強い。その後も強力な上昇トレンドを維持し、長期金利も大幅上昇に向かう。	日本株式が既往高値を回復したのは約9か月後、その後コロナ対策の遅れ等から上値の重い展開を続けるが、2023年以降は円安・株高が勢いを増す。日銀は2024年3月にマイナス金利解除。	欧州株式が既往高値を回復したのは約1年後、その後もロシア地政学リスクから一旦反落後、上昇トレンドへ。ECBIは2022年7月に利上げ開始。

高圧経済政策の下での金融政策（政策金利）

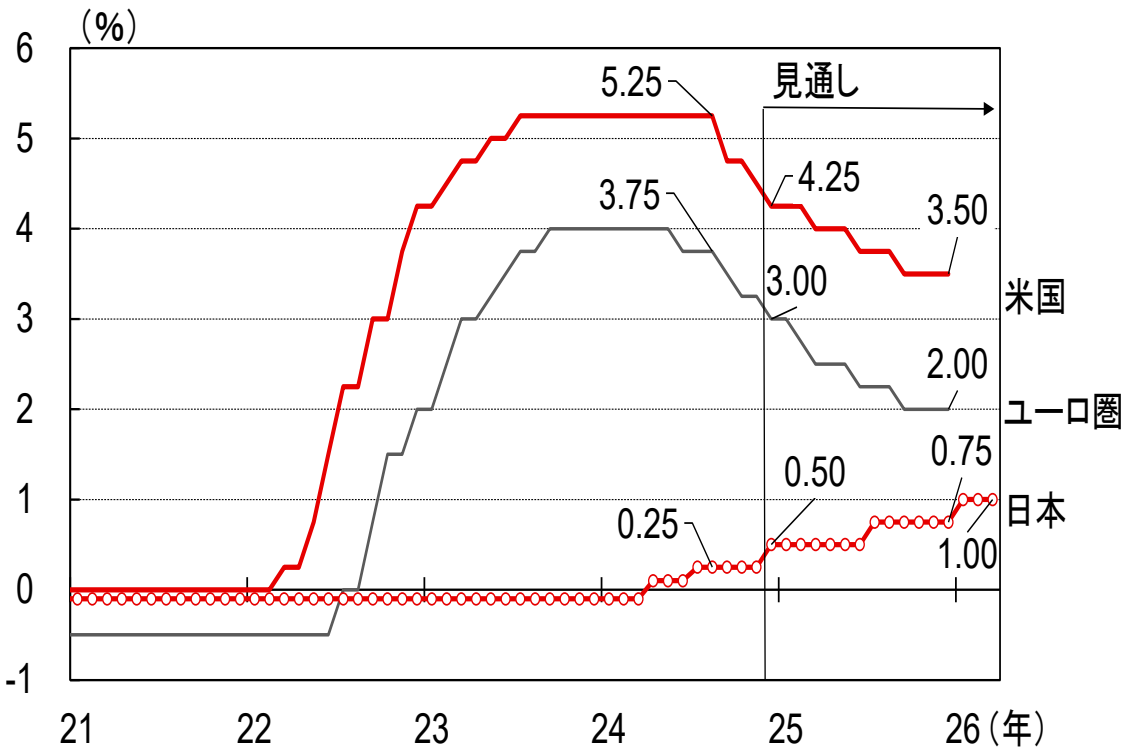
先進国の消費者物価（食料・エネルギーを除く）の推移



（出所）三菱UFJ銀行

政策変更の予測

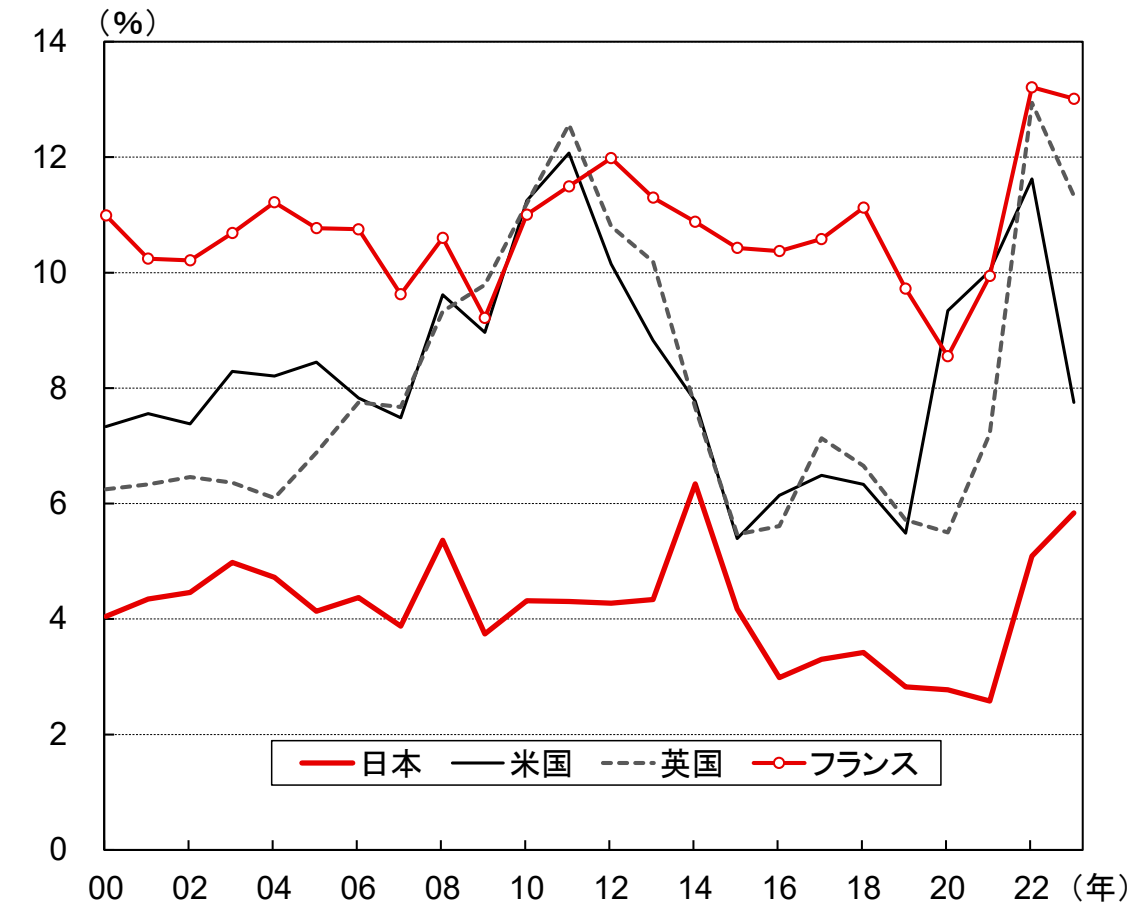
- 〔米国〕 2024年 12月、2025年 3・6・9月 各▲0.25%ポイント
- 〔ユーロ圏〕 2024年 12月、2025年 1^{（注2）}・3・6・9月 各▲0.25%ポイント
- 〔日本〕 2024年 12月、2025年 7月、2026年 1月 各+0.25%ポイント



（出所）三菱UFJ銀行

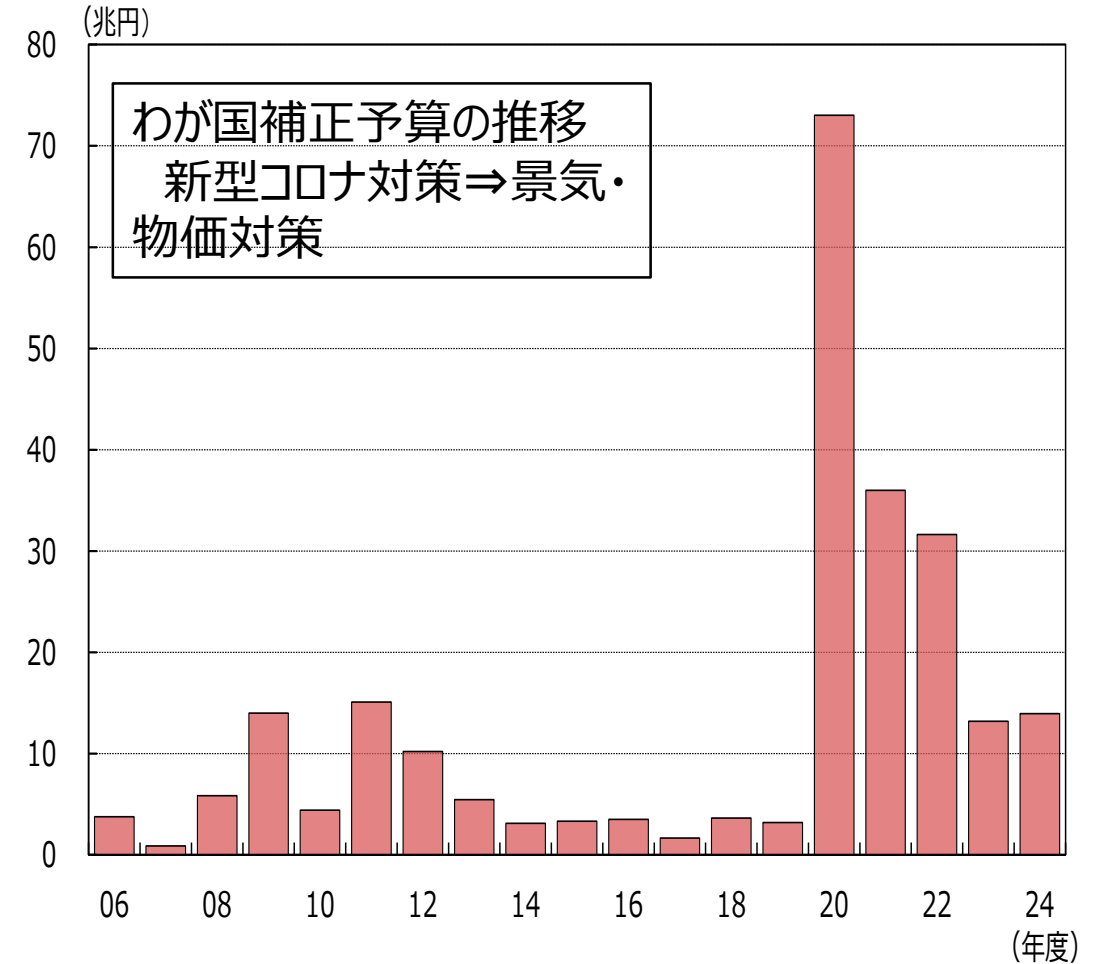
政治ポピュリズム化と高圧経済政策の相互連鎖

インフレ転換～政治ポピュリズム化が進行
悲惨指数（失業率＋インフレ率）



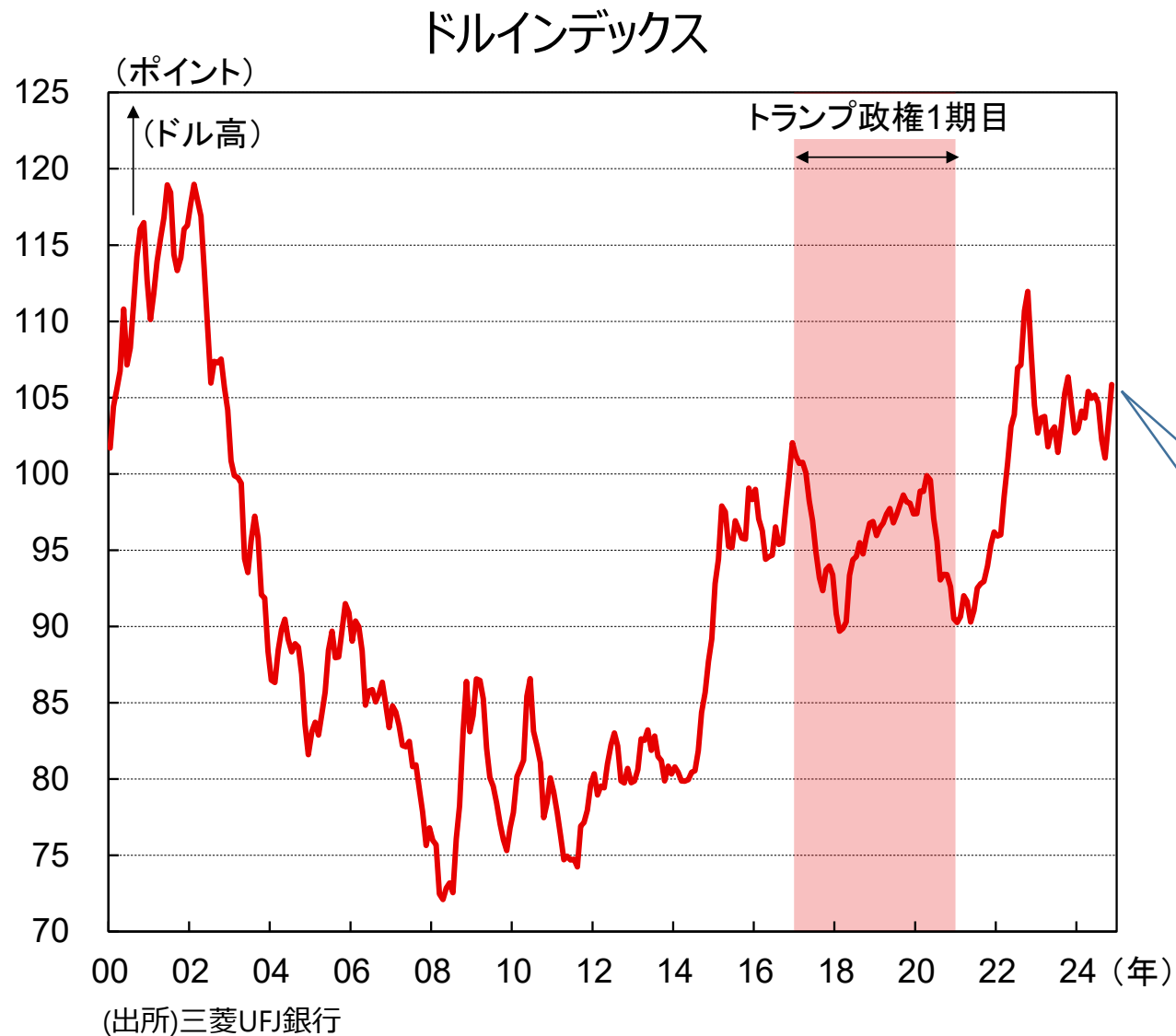
(出所)三菱UFJ銀行

インフレ転換～政治ポピュリズム化が進行
新型コロナ危機後の財政拡張



(出所)三菱UFJ銀行

トランプ経済政策2.0（権威的経済政策）はドル安政策への転換？（関税、為替、金融政策等）



トランプ政権から先行きドル高修正圧力が高まる公算。
前回トランプ政権1期目は、海外からの米国への投資拡大や財政ファイナンス（米債投資）からドル高政策を志向したが、今回は①貿易不均衡是正、関税政策とともに、②FRBへの利下げ圧力、③日本に対する低金利・円安の是正を求めてくる可能性も否定できない。