

経済を読む眼

Fed と ECB はインフレ抑制と金融システム安定のジレンマに直面¹

2023 年 5 月 25 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

要旨

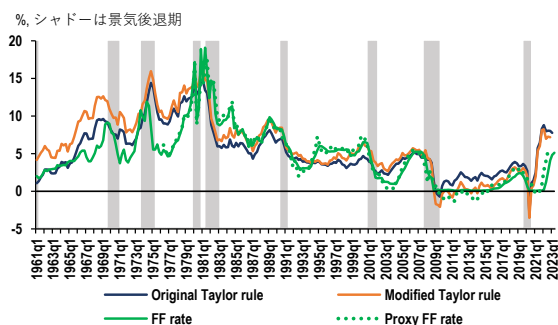
1. Fed、ECB は、物価の安定と金融システムの安定は金融政策と金融システム安定化策で別々に取り組むというのが基本方針（separation principle）。
2. しかし、今次局面では利上げを急ぎ過ぎれば金融システム不安を助長しかねないジレンマから目を背けられない。クレジットクランチが生じたり、金融機関の破綻が連鎖して金融環境が厳しくなることを回避したい筈だ。
3. 利上げの代わりに量的金融引き締めを強化することも、銀行の流動性ミスマッチに注意を払わざるを得ない局面では難しい。結局、Fed も ECB も金融引き締めの手を緩めざるを得ない。
4. そうすると、今度はインフレの抑制が不十分になるリスクがある。現在、①短期インフレ期待が高止まりしているうえ、②賃金上昇率も減速しておらず、③企業の価格設定力も未だに強いからだ。ユーロ圏は次の冬に中国経済の復活等によって液化天然ガス（LNG）が十分に入手できないと、再びガス価格ショックに見舞われる可能性もある。
5. Fed、ECB は金融危機に陥らないような配慮をすることで金融不安の影響を遮断することに成功すればするほど、インフレの抑制が不十分になるというジレンマを抱えている。その結果、本年下期に追加利上げをせざるを得ないかもしれない、米欧経済を結局は急降下させるかもしれない。両中銀ともさじ加減の難しい局面にある。

¹ 本稿は、5 月 19 日現在のデータに基づいている。なお、作業にあたっては関東享佑氏の助力を得た。

1. はじめに：問題意識

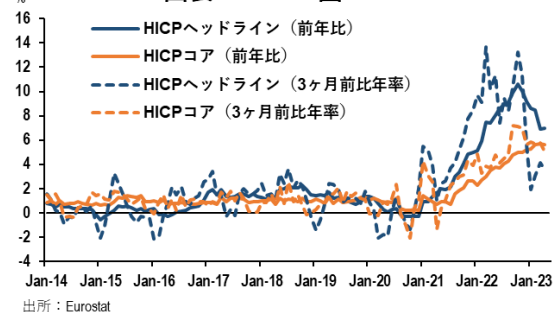
米国では、Fed が本年 5 月の利上げをもって利上げを停止する可能性が高まっている。しかし、例えばテイラールールを計算すると²、FF 金利水準が十分に引き締めの局面に入っているとはみえない（図表 1）。一方、ユーロ圏でも、ECB が緩やかな利上げをもう少し続けた後、年央にも利上げを止める可能性が高まっている。しかし、ユーロ圏ではそもそもコア HICP インフレ率が減速に転じてすらいない（図表 2）。もちろん、それだけに ECB の方が利上げを止めるタイミングが Fed よりも後ずれしそうではあるが、それでも本年央頃に利上げの停止が視野に入るのには、3 月にシリコンバレー・バンクやクレディ・スイスの吸収合併を契機に顕在化した金融不安の高まりの影響がある筈だ。

図表1：テイラールールとFF金利



注：Original Taylor rule: $FF = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
 $r^* = 2\%$, $\pi^* = 2\%$, π_t はコアPCEデフレーター前年比, Gap_t はCBO推計GDPギャップ
Modified Taylor rule: $FF_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
Proxy FF rate は Choi, Doh, Foerster, and Martinez の推計によるQEやForward guidanceの効果も含めたFF金利。
 r_t^* は Laubach-Williams の 1-sided estimate of r^* , $\pi^* = 2\%$, π_t はコアPCEデフレーター前年比, Gap_t はCBO推計GDPギャップ
出所：Taylor (1993), Choi, Doh, Foerster, and Martinez (2022), Laubach and Williams (2003), Lubik and Matthes (2015), Bordo and Levy (2022), BEA, CBO, Haver Analytics, JST推計

図表2：ユーロ圏HICP



出所：Eurostat

Fed や ECB は元々、separation principle と言って、物価の安定と金融システムの安定は金融政策と金融システム安定化策で別々に対応をとるという考え方を採用している³。これは Fed の Bernanke 理事（当時）が最初に明示した考え方だ。この考え方の背後には、金融政策を金融システム安定のために用いると、金利変動の効果は切れ味が悪いので副作用が生じかねず、本来の目標達成も難しくなる、という考え方がある。Fed の金融政策が金融システム安定に目を向けなかった結果として世界金融危機が生じたことをもって、筆者はこの考え方の妥当性が否定されたと思っているが、Fed や ECB は現在でもこの基本姿勢を崩していない。しかも今回は、金融システム不安が発

² これまでは、FRB が 2022 年第 2 四半期をもって Laubach-Williams 型の自然利子率推計を止めていたので、それ以降は、筆者はテイラールール計算にあたってリッチモンド連銀の Lubik-Matthes の自然利子率推計を使用することが多かった（自然利子率推計の詳細は、鶴飼博史（2023）「米国の自然利子率が上昇している可能性」経済を読む眼第 6 回、大学ファンドを参照）。しかし、今月より NY 連銀が推計方法を修正した上で Laubach-Williams 型の自然利子率の推計を再開したので、同推計値を継続して用いることにした。この結果、自然利子率はやや低下している。

³ この考え方の詳細は、鶴飼博史（2023）「米国の金融引き締めと金融システム不安の関係と先行き」経済を読む眼第 7 回、大学ファンド、を参照。

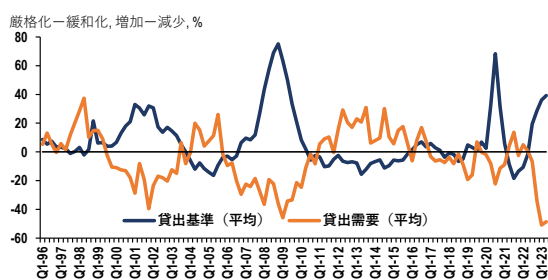
生じた源が高インフレの放置とその後の急速な利上げにあるので、その再来を防ぐ意味でも、インフレ抑制を優先せざるを得ない筈だ。

ところが、今回の局面では、一旦金融システム不安が顕在化してしまったために、利上げを急ぎ過ぎれば、金融システム不安を助長しかねないというジレンマがある。実際、Powell FRB 議長は 5 月 19 日、マクロ経済目標達成のための金融政策と金融システム安定化のための流動性・監督・規制ツールは異なるが、影響は多くの場合、完全に独立してはおらず結びついているので、明白で完全なツールの分離はないだろう、と心情を吐露していた。この懸念は、どちらの地域でもみられるが、米国の方がより強いように思う。本稿では、こうした状況での両中銀の抱えるジレンマとリスクを論じる。

2. 利上げ停止に向かう背景：金融システム不安を助長しかねないジレンマ

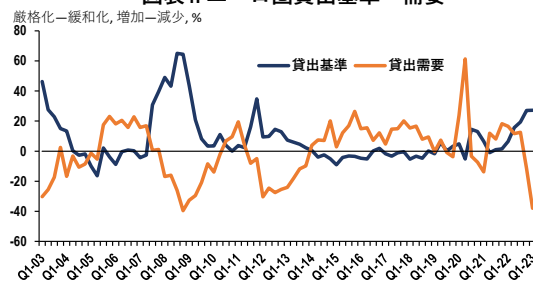
今次局面では、Fed、ECB とともに separation principle を掲げつつも、金融システム不安の影響を金融政策上無視できなくなっている。具体的には、Fed は金融システム不安がこれ以上広がらないように目を配りつつ、これから与信環境が厳しくなることに注目しているし、ECB も金融の安定を注視していく姿勢を示している。ここで、銀行サーベイを用いて米欧の金融機関の貸出基準と同需要の動向を確認すると、米欧ともに貸出基準は厳格化しているが、3 月以降の一連の銀行破綻・合併以降に生じた一段の厳格化の程度は、過去の危機時に比べれば小さい（図表 3、4）。

図表3: 米国貸出基準・需要



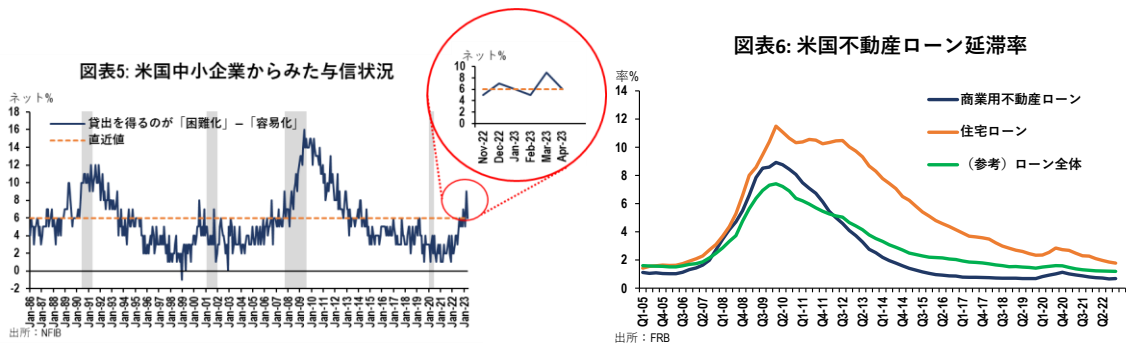
注：市場別の結果を単純平均（消費者金融は2種類あるのでウェイトを各1/2とした）出所：FRB

図表4: ユーロ圏貸出基準・需要



出所：ECB

これを米国の中堅・中小銀行の貸出姿勢の影響を受け易い中小企業側や商業用不動産側からみると、まず中小企業では、銀行から貸出を得るのが4月になって一段と困難化しているとの見方は増えていないようだ（図表 5）。商業用不動産は前述の貸出基準をみても最も厳格化している先なので、今後は要注意であるが、少なくともこれまでは延滞率が上昇しているといった話は聞かれていない（図表 6）。

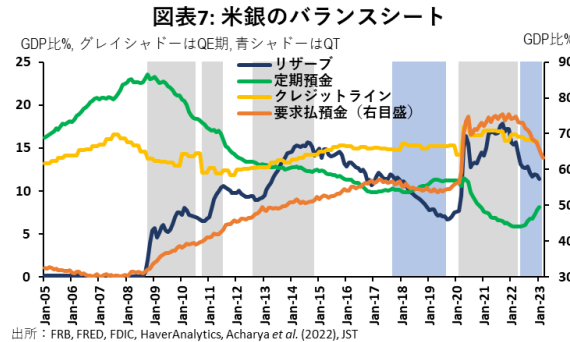


しかし、これまでの金融引き締めの影響に、新たな貸出姿勢厳格化の影響も徐々に加わっていることは無視できるものではなく、貸出需要はいずれの地域でも——特に欧州では欧州債務危機の時期も超えて——既に世界金融危機時並みにまで弱まっている（前掲図表 3、4）。

この状況では、金融機関の破綻が今後も幾つか生じれば金融環境が一段と厳しくなるうえ、金融システムにそうした危機がこれ以上広がらなくても、この貸出姿勢と貸出需要のスパイラル的な悪化が強まるのであれば、クレジットクライシが生じるリスクが想定される。Fed や ECB は、そうした事態を招くことを回避したいと考えているのだろう。

3. 利上げの代わりに量的引き締め政策の強化も難しい

さて、利上げを急げないのなら、代わりに量的引き締めを加速させてはどうかとの疑問も湧く。しかし、結論を先取りすれば、これも難しい。Fed を例に取ると、世界金融危機以降、量的緩和を大胆に進め、リザーブを銀行に大量に供給したところ、米銀は負債サイドでは預金、とりわけいつでも引き出せる要求払い預金が大幅に増え、資産サイドでは実行されるまでバランスシートに載らないクレジットラインを増やした⁴（図表 7）。その後 Fed が量的引き締めに転じて米銀はこれらを縮小させないという非対称な行動をとり続けたところ、今度はコロナ禍が発生したために再び大規模な量的緩和を行うと、米銀のこうした流動性ミスマッチが更に拡大した。ところが、今回の量的引き締めの下では、米銀の意図とは別に、要求払い預金が減少に転じ始め、続いて本年 3 月に米銀の



⁴ この点の詳細は、鶴飼博史（2023）「今回の米銀行危機を加速させた量的緩和・引き締め：日本への含意」経済を読む 眼第 9 回、大学ファンド、を参照。

保有証券の評価損が顕在化すると、更に減少したことも、一連の銀行破綻の背景に存在する。

この観点からは、Fed、更には ECB も、銀行の流動性のミスマッチに従来以上に注意し、流動性逼迫のリスクが拡大したら、むしろリザーブの削減ペースを落とす必要すら生じかねない。

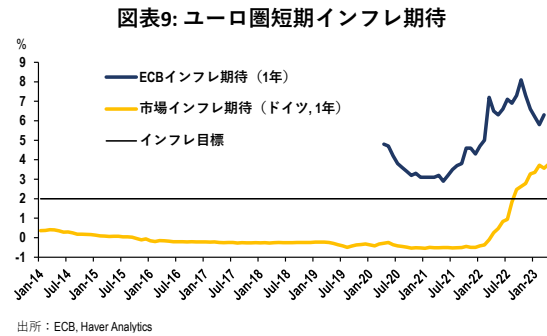
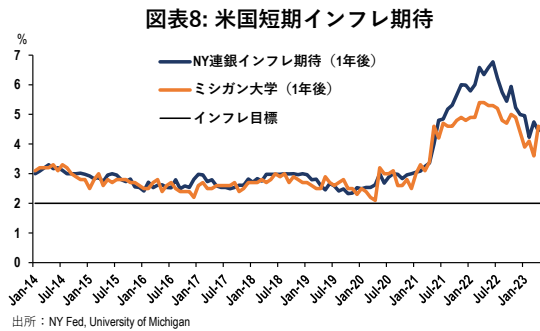
こう考えてくると、Fed、ECB とともに、金融政策は論理的にはインフレの抑制を優先すべきところだが、そうすると金融の様々な経路を通じて金融システムの不安やその影響も大きくなるというジレンマがあるので、実際には引き締めをやや緩めざるを得ないと考えられる。現在の Fed や ECB はそうしたスタンスをとっているのだろう。

4. 引き締めを緩めることのジレンマ：インフレの抑制が不十分になるジレンマ

今後、金融と経済の負の相乗作用が起こるのであれば、Fed や ECB が予想している通り、米欧ともにインフレが抑制されていくと考えられる。しかし、銀行に起因する金融面の引き締まりを彼らがうまく抑制できた場合には、今度はインフレ抑制が不十分になるリスクがある。これは、コロナ禍を経て、それまでの米欧の低インフレを招いてきたインフレのダイナミクスが変容している可能性が高いからだ。インフレを巡る現状を改めて確認すると、米欧ともに労働市場がまだ逼迫している中で、以下の共通の3点、ユーロ圏では外生的にもう1点が、このリスクを示唆していると考えられる。最後の1点が今冬に顕在化した場合は、ユーロ圏でスタグフレーションが発生するリスクも考えられる。

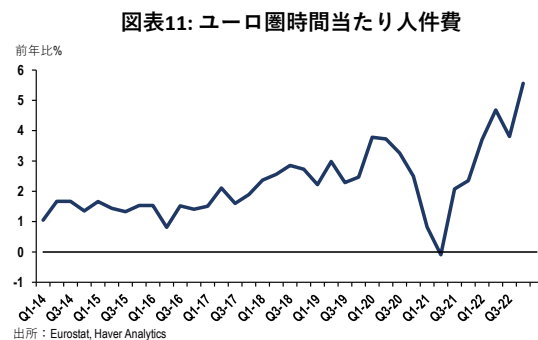
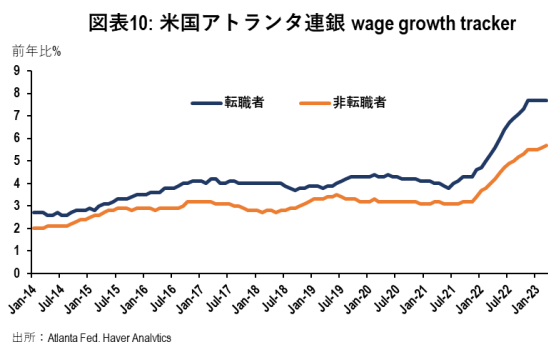
(1) 高止まりしている短期インフレ期待

Fed、ECB とともに長期インフレ期待に気を配っており、その点では2%のインフレ目標へのアンカーは失われていないという安心感が窺われる。しかし、短期インフレ期待に目を転じると、家計のインフレ期待は米欧ともに抑制されていないばかりか、最近になって再上昇の兆しを見せている（図表8、9）。また、最もインフレ期待が落ち着いていたドイツの市場のインフレ期待でさえも上昇したままである。企業が価格を引き上げ、家計がそれを許容すれば、インフレ率は上昇する。この先を占う上では、短期インフレ期待が高いというのは不気味な兆候である。



(2) 減速していない賃金上昇率

コロナ禍でのサプライチェーンの混乱やロシアのウクライナ侵攻を映じたエネルギー・食料品価格の上昇といった供給側から財価格を押し上げていた要因がフェードアウトしてきた中では、インフレの先行きを考えるうえでの焦点は財価格上昇率から労働市場における賃金に牽引されているサービス価格上昇率の帰趨に移っている。この点、まず米国では、雇用統計で時給の上昇率が減速して見えるのは、賃金の高い業種から低い業種に雇用が移動した影響に過ぎず、こうした業種構成の変化要因を調整したアトランタ連銀の **wage growth tracker** でみれば、実は米国の賃金上昇率は全く減速していない（図表 10）。特に同じ会社にとどまる人よりも転職している人の賃金上昇率の上昇が顕著なままである。一方、ユーロ圏に至っては、賃金上昇率は減速していないどころか、加速している（図表 11）。本年に入っても、欧州の組合は昨年のインフレ率の加速を材料に賃金上昇率の更なる引き上げを要求しており、ベルギーのように前年のインフレの機械的なインデグゼーションの強い国では 10% 前後の伸びとなっているほか、ドイツの公務員が 4 月に妥結した賃金上昇率も 2023 年 1 月～2024 年 12 月で平均 11.5% となった模様だ。

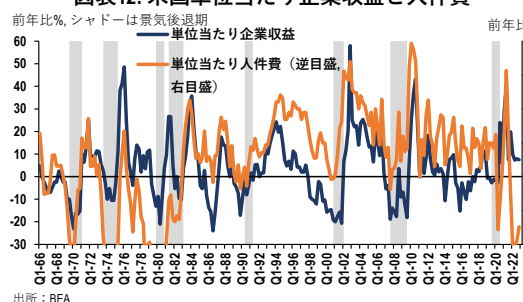


(3) 企業の強い価格設定力

今次局面で際立っているのは企業の価格設定力の強さだ。通常、賃金が増加し、単位当たり人件費（Unit Labor Cost＜以下、ULC＞）が増加すると、単位当たり企業収益

(Unit Profit<以下、UP>)が圧迫され、両者によって経済はリセッションに落ちていく。しかし、今次局面を見ると、米国では、ULCが1970年代以来の伸びとなっているにも拘わらず、UPは前年比で大きなプラスを維持している(図表12)。ユーロ圏に至っては、ULCが伸び始めたところだが、UPは未曾有の伸びを記録している(図表13)。後者には天然ガス価格の大幅な低下という交易条件の改善効果が主として製造業に恩恵を及ぼしていることも寄与しているが、それだけではサービス業の改善までは説明できない。このように企業の価格設定力がこれまでにない強さとなっていることは、需要が大幅に弱まらなかった場合には、インフレが先行き順調に抑制されるための足枷になりかねない。

図表12: 米国単位当たり企業収益と人件費



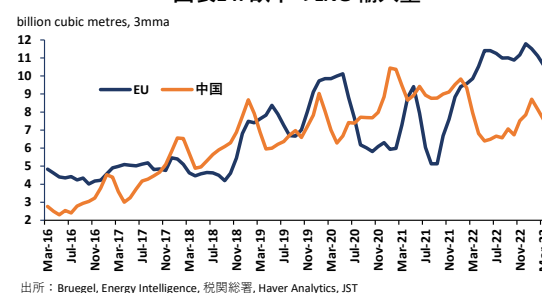
図表13: ユーロ圏単位当たり企業収益と人件費



(4) ユーロ圏のスタグフレーション・リスク

最後にユーロ圏固有のインフレ・リスクを挙げておきたい。欧州は昨年、ロシアからの天然ガス輸入を経済制裁の一環として全面的に停止した。その際には液化天然ガス(以下、LNG)を冬のガス需要期を乗り越えられるほど代替輸入できる目処が付かず、欧州の天然ガス価格が急騰した。しかし幸いにも、暖冬でガス需要が減少したことに加え、ガス需要が単一国では世界最大である中国がコロナ禍に対するロックダウンで経済活動が弱かったことも味方となって(図表14)、ガス需要を供給で賄うことが可能となり、ガス価格も急落した。

図表14: 欧中のLNG輸入量



問題は、今冬を乗り越えられるかである。欧州はもちろん冬に備えてLNGの代替輸入を更に進めているであろうが、今回は中国がゼロコロナ政策を解除し、急激な経済の回復をみせている。中国はロシアからパイプラインで天然ガスを輸入していないので、LNG市場での調達量を昨年の冬に比べて大きく増やす可能性が高い。欧州の今冬が暖冬でない場合、中国とのLNGの輸入の競合を招けば、欧州のガス価格が再び上昇し、同地域にインフレをもたらすリスクに留意しておく必要がある。

5. おわりにかえて：本年下期再利上げのリスク

Fed や ECB は、金融不安とその経済への影響をこれ以上高めるリスクを防ぐため、引き締め姿勢をやや緩めており、Fed は 6 月にも利上げを停止し、ECB も 6・7 月に小幅の利上げを行って停止すると市場では予想されている。

しかし、金融危機に陥らないような配慮が奏功すればするほど、インフレの抑制が不十分になるリスクが高まることにも注意したい。もしも与信環境の厳格化が徐々にしか進まず、金融システム不安も比較的速やかに薄れるのであれば、Fed や ECB が結局は本年下期に利上げを再開せざるを得なくなる可能性が高まる。そうなれば、Fed は本年下期には利下げに転じ、ECB も来年には利下げに転じるという債券市場の読みも外れ、利下げによって経済がソフトランディングしていくとみている株式市場の読みも外れて大きな市場の調整を余儀なくされるとともに、経済も結局は急降下していくリスクが高まるだろう。

まだ経済がどちらに向かうかの判断がついていないが、米国でも、少なくとも金融機関の貸出態度の厳格化の影響はまだ大きくないことが判明しているうえ、半分の期間を経過した第 2 四半期の実質 GDP も、フィラデルフィア連銀の **nowcast** では前期比年率 2.9%を示している。ユーロ圏でも経済は緩やかにではあるが上向きつつある。今後については経済の不確実性が高いのが両中銀にとっての悩みであろう。不確実性を考慮した金融政策の対応を考えると、リスクが顕在化した場合の経済コストは金融システム不安の激化の方が大きいので、最悪に備えるという考え方からは、金融システム不安を重視することが正当化されよう。しかし一方で、インフレの抑制が不十分になる方のリスクが顕在化する確率も相応にあるうえ、金融不安の根源が高インフレにある点も踏まえて確率的に考えるのであれば、インフレの抑制を重視する考え方も採り得る。両中銀ともに、金融政策のさじ加減の難しい局面を迎えている。

著者紹介：鵜飼博史

1983 年から約 30 年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009 年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014 年から 2016 年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016 年から 2022 年 8 月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022 年 9 月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。