

中央銀行の効力は健在か？

さらに、今週注目すべき6つの問題

2019年4月15日



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

〔要旨〕

- **FRBは利下げ期待をけん制**
 - 現時点で利下げの必要性を認めていないFRB
 - 利上げ不要の判断がFRBの自己満足に過ぎないかどうか注視が必要
- **カナダ銀行も現状維持モード**
- **今のところ現状維持のECBだが、さらに踏み込む必要があるか？**
 - 欧州の景気下振れや今後の政治イベントを踏まえると、現状維持は長続きしない可能性も
 - 副作用の少ない新たな緩和策が見つかる前に、ECB現執行部のレームダック化が進行
- **政治化の波の高まりに直面する中央銀行**
 - 世界経済の成長鈍化と政治家からの圧力の高まりにより、中央銀行の負担は増加
 - 有力誌の特集やIMFでの議題にも上った中央銀行の政治化
 - 財政手段が限られるなか、政治化の進行で金融政策の効果が低下するリスク
 - 米国の財政赤字は増加の一途
 - イタリアでも財政赤字と公的債務残高が積み上がり中
- **今週注目すべきこと**
 1. 企業業績・・・米国企業の1-3月期決算は増収減益傾向
 2. 米国の経済指標・・・3月の小売売上高や鉱工業生産に注目
 3. 中国のGDP・・・1-3月期に底入れした兆候が見いだせるか？
 4. ブレグジット・・・離脱の延長決定は朗報だが、英国議会の混とんとした情勢は変わらず
 5. インドの総選挙・・・政府が支持獲得のためにおおるパキスタンとの緊張
 6. スペインの総選挙・・・接戦と連立工作により、静かな現状は2週間後に一変する可能性も

先週は中央銀行にとって重要な週となりました。3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨が発表され、世界経済と利下げに関する米連邦準備理事会（FRB）の見解が明らかになったほか、欧州中央銀行（ECB）は、超緩和路線を維持すると決定しました。私たちは、中央銀行が政治の圧力にさらされているため、成長を支え、インフレをコントロールし、経済を安定させるといった職務の遂行がますます難しくなっている、極めて重要な状況にあることを再認識させられました。

FRBは利下げ期待をけん制

現時点で利下げの必要性を認めていないFRB

3月のFOMC議事要旨では、世界的な景気減速と貿易政策をめぐる不透明さの結果、今年は利上げを予想していないものの、早期の利下げも予想していないことが示されました。FRBは、政策スタンスの変更に十分迅速に対応してきたため、当面はこれ以上の対応は必要なく、米国経済は世界的な減速を乗り越えていけると自信を持っているようです。しかし、そうであるがゆえに、FRBが経済データと密接に同調できない限り、昨年、定期的に利上げを続けることで満足してしまったように、今年は現状維持を続けることで自己満足してしまわないかが私には心配です。一方、良いニュースはというと、次の動きが利上げであろうと利下げであろうと、FRBは今後入手するデータに基づいて双方の行動が可能だと一部の委員が述べていたことです。これこそがデータ次第の政策判断として望ましいことのように思われます。私は、今年の金融政策が成功をおさめるには、FRBはデータに依存することにコミットしなければならないと思います。

利上げ不要の判断がFRBの自己満足に過ぎないかどうか注視が必要

今回のFOMC議事要旨は市場の期待を大きく変化させました。年内に1回以上の利下げが行われる確率は、3月26日時点では65%以上でした¹。しかし、先週末の4月12日時点のその確率は36%に低下しました¹。こうした状況をもってすれば、FRBは、米国や世界経済の下支えには、金融政策正常化の「一時停止ボタン」を押すだけで十分だと安心しているように思われます。しかし、本当にそうでしょうか。くれぐれも、FRBが自己満足に陥らないように願うばかりです。

カナダ銀行も現状維持モード

カナダの中央銀行（BOC）も、明らかにFRBと似たような状況にあります。BOCのポロズ総裁は最近の講演で、貿易面の不確実性、住宅市場の弱さ、家計の債務水準の上昇など、カナダ経済が直面している逆風を考慮すると、BOCは政策金利を中立水準以下に抑えることになるだろうと示唆しました。しかし、BOCが当面は利下げに踏み切る意向がないようであることを踏まえると、米国同様、現状維持で十分かどうかを私たちは確認しなければなりません。

今のところ現状維持のECBだが、さらに踏み込む必要があるか？

欧州の景気下振れや今後の政治イベントを踏まえると、現状維持は長続きしない可能性も

欧州中央銀行（ECB）も同様の立場にあります。先週のECB理事会は、超緩和的な金融政策を維持すると決定しました。その理由は、最近の金融政策の効果が経済に浸透する時間を確保しようということのようです。しかし、ここ数カ月の経済データの悪化を考えると、私はこれで十分だろうかと考えてしまいます。ECBのドラギ総裁は「最新のデータは、製造業部門を中心に依然として弱く、成長モメンタムの鈍化は今年いっぱい続く見込みだ」と述べました²。また、欧州議会選挙やスペインの総選挙、イタリアなどの国々の債務問題の拡大に伴う地政学リスクの高まりによって、今後数カ月間に連鎖的にストレスが高まった場合でも、現在の政策は十分でしょうか。

副作用の少ない新たな緩和策が見つかる前に、ECB現執行部のレームダック化が進行

結局のところ、ECBが、現在の政策のように意図せざるマイナスの結果をもたらさないような適切な金融政策手段を探しているものの、まだ見つかっていないのではないかと疑わざるをえません。ドラギ総裁は、マイナス預金金利によって銀行にかかる負の影響を抑える方策や、新TLTRO（銀行への低利融資による資金供給策）を検討していることを確認しましたが、決定には時期尚早だと述べました。しかし、ECBがさらなる緩和に踏み込んでいた場合に、それが効果をもたらしたかどうかは心許ないところです。以前から申し上げているように、ドラギ総裁は今年10月に任期終了を控えて「レームダック」化し（影響力を失い）つつあり、それは年内に退任する2名のECB理事も同様です。加えて、ECBの政策理事会メンバーである加盟国中央銀行総裁19名のうち8名が年末までに退任する予定です。したがって、次世代のECBが方向を変える可能性があることを踏まえ、現在のECBが下す決定に市場がそれほどの関心を持たなくなる可能性があります。

政治化の波の高まりに直面する中央銀行

世界経済の成長鈍化と政治家からの圧力の高まりにより、中央銀行の負担は増加

先週は中央銀行が成長を支え、インフレをコントロールし、経済を安定させる上で、引き続き大きな負担を担っていることを再認識させられた週でした。国際通貨基金（IMF）が先週発表した「世界経済見通し」に見られるように、世界経済は成長鈍化の難題に直面しています。中央銀行の政治化が進んでいることから、その責務はますます難しいものとなっています。

有力誌の特集やIMFでの議題にも上った中央銀行の政治化

この点を説明するために、英エコノミスト誌は「干渉の日—ポピュリズム時代の中央銀行」と題して、最新号の巻頭記事をこの特集に費やしました。例えば、5月には欧州議会選挙が実施されるため、ドラギ総裁の後継者選びはもとより政治色を帯びる可能性が高いでしょう。トルコやインド、そして米国で見られた中央銀行に対する政治的権力者からの圧力の高まりは、先週のIMF会合でも大きな議題となったほど重要な問題です。ドラギ総裁ですら、「世界で最も重要な国における中央銀行の独立性を明らかに心配している」と、米国の状況に憂慮を表明しました³。中央銀行を支配しようとするポピュリズム政治家が、中銀を「エリート主義のとりで」や「民主主義から遠く離れた専門家の集団」に例えて攻撃を仕掛けることには確かに一理あるといえるでしょう。実際、中央銀行の政策は過去10年間に富の不平等を拡大させ、地政学的混乱やポピュリズムの高まりに道を開く要因の一つとなっています。

財政手段が限られるなか、政治化の進行で金融政策の効果が低下するリスク

では、なぜこれが懸念材料なのかというと、中央銀行の政治化が進むと、将来の危機に効果的に介入することができなくなる可能性があるからです。債務水準の高まりによって、各国が危機に直面しても財政出動が困難になっている可能性があることを踏まえると、なおさら問題含みだといえるでしょう。また、通常は政府が債務を増やすよりもむしろ債務の返済が予想されるはずの景気拡大期に多くの国があるにもかかわらず、債務水準は増加を続けています。

米国の財政赤字は増加の一途

米国財務省の先週の発表によると、3月の米国財政赤字は1,469億米ドルに達し、今年度（2018年10月1日以降、6カ月）の累計赤字額は6,912億米ドルと、前年同期比で15.3%増えました。もちろん、これは米国全体の債務状況を悪化させます。米国の連邦レベルの公的債務残高は、2019年末に国内総生産（GDP）の78%に相当する16.6兆米ドルに上り、2029年までにはGDPの93%に相当する28.7兆米ドルに達すると予測されています⁴。

イタリアでも財政赤字と公的債務残高が積み上がり中

負債の増加は私たちの周りの至る所にあります。イタリア政府は、欧州連合（EU）当局と合意した財政赤字目標を達成できない見込みであることを認めました。これは、EU当局との新たな緊張につながる可能性が高いでしょう。イタリアの財政赤字は2020年にはGDPの3%を超過し、2022年までには同3.7%に達し、それ以降もさらに増加すると予想されます⁵。IMFの最新の財政モニタリングによると、イタリアの公的債務残高は、2020年にはGDPの134.4%、2024年には同138.5%に上昇すると予想されています。このことは、マーストリヒト条約の一環としてイタリアがEUと結んだ誓約に違反することになります。同条約では、財政赤字の目標はGDPの3%、公的債務残高はGDPの60%に設定されています。そのため、私たちはこの状況を今後も注視していく必要があります。

今週注目すべきこと

1. 企業業績・・・米国企業の1-3月期決算は増収減益傾向

今週は米国の企業決算の発表が増加します。これまでのところ、多くの決算が増収減益となっており、為替レートや人件費の上昇が減益要因に挙げられています⁶。その傾向は今後も続く予想されます。

2. 米国の経済指標・・・3月の小売売上高や鉱工業生産に注目

1-3月期のGDP成長がどのようなものであったかを想定するうえで、以下の多くの経済指標が役立つはずです。

- 3月の小売売上高
- 3月の鉱工業生産
- 2月の企業在庫
- 3月の住宅着工件数
- 2月の貿易統計

私は特に小売売上高に注目しています。各種サーベイで、家計は2017年の減税の恩恵を十分に受けられていないと考えていることが示されるなど、消費者信頼感の低下がみられるからです。ただし、株価上昇を踏まえると、小売売上高は持ちこたえるだろうと予想しています。

また、最近の製造業購買担当者指数（PMI）が弱さを示していることから、鉱工業生産にも注目しています。同統計では生産の不振が示されるだろうと考えています。

3. 中国のGDP・・・1-3月期に底入れした兆候が見いだせるか？

中国の1-3月期のGDPは4月17日に発表される予定で、米国との貿易戦争が経済にどのような影響を及ぼしたかの真の姿がみられるはずです。最近の前向きなデータや、ボアオ・フォーラムでの李克強首相の楽観的な発言を踏まえると、予想を若干上回る成長となっても驚くにあたらないでしょう。

4. ブレグジット・・・離脱の延長決定は朗報だが、英国議会の混とんとした情勢は変わらず

EUが10月31日までの期限延長を認めたことにより、英国が「合意なき」EUからの離脱（ブレグジット）を避けることができましたが、英国のメイ首相がイースター休暇中にブレグジットについて「熟考」するよう議員に働きかけるなど、ブレグジット情勢は依然として混とんとしています。議会は休会となるものの、政府と労働党間ではさらなる交渉が行われる予定ですが、いかなる現実的な解決も望み薄の状況です。今後は欧州議会選挙を控えて、離脱支持と残留支持の双方の政治家の発言が激しくなると予想されます。こうした状況がすぐに解決する見込みはなく、経済政策の不透明さが高まる結果、企業の投資の抑制圧力が強まることになるでしょう。

5.インドの総選挙…政府が支持獲得のためにおおるパキスタンとの緊張

インドの選挙が進行中です。すでに隣国パキスタンとの緊張が高まっており、今回の選挙で最も大きなリスクとなっています。モディ首相は、この緊張関係を自らの信任の獲得に役立てようとしています。モディ首相率いるインド人民党（BJP）が最多議席数を獲得し、政権を維持する見込みではあるものの、現在のような過半数には届かない見込みです。

6.スペインの総選挙…接戦と連立工作をめぐり、静かな現状は2週間後に一変する可能性も

スペインの総選挙が2週間先（4月28日）に迫りましたが、今のところ、情勢は静かなままです。世論調査によれば、得票は僅差となる可能性があり、政権獲得には政党の連立が必要になるでしょう。現与党の社会労働党が最多議席を獲得する見込みですが、次期政権を担える保証はありません。不透明な時期はまたしても続くことでしょう。

1. 出所：CME Group、FedWatch Tool。
2. 出所：ロイター、「Draghi comments at ECB press conference」、2019年4月10日。
3. 出所：ロイター、「ECB's Draghi worried about Fed's independence」、2019年4月13日。
4. 出所：米議会財政局（CBO）、2019年1月。
5. 出所：英テレグラフ紙、2019年4月10日。
6. 出所：FactSet、2019年4月12日。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会