

# グローバル・リスク・ウォッチ Vol.28

## 主要国中央銀行による一斉の軌道修正の背景 他

=====

《index》

1. 主要国中央銀行による一斉の軌道修正の背景(大山)
  2. パーゼル「銀行勘定の金利リスク」対応を急げ(勝藤)
  3. 金融政策の正常化で円安は進む?(熊谷)
  4. カタール外交危機から見える中東情勢(茂木)
  5. 講演最新情報(2017年7月時点)
- =====

### 1. マクロ経済金融に係るリスクの概観(トレンド&トピックス)

#### 主要国中央銀行による一斉の軌道修正の背景

有限責任監査法人トーマツ リスク管理戦略センター長 大山剛

これまでの世界のマクロ経済金融環境は、強いマクロ経済や強気の株式相場[或いはややタカ派的姿勢のFRB(連邦準備制度理事会)]と、低金利の持続に象徴される強気の債券相場が同居する、やや不思議なものでした。市場では、結局は secular stagnation 的な考えが支配的な債券市場の考えが勝つ、或いは、現在の強い経済がいつかは力強い物価上昇を招くとの立場に立つFRBや株式相場の考えが勝つ等、引き続き大きく見方が割れています。もっとも、最近やや気になるのは、FRBだけではなく、ECB(欧州中央銀行)やBOE(イングランド銀行)、カナダ中銀のトップが、次から次へと、金融政策の正常化に積極的な姿勢を示し始めたことです。そしてこれを機に、長期金利にも上昇圧力が加わり始めました。これは、先にみた市場の考え方の違いに関し、株式市場・FRBの見方が、債券市場の見方に「勝利」したことを意味するのでしょうか？

先月号では、FRBがタカ派的な姿勢を強めている背景として、(1)金融政策面での「のり代」を確保したい、(2)異常な規模のバランスシートの正常化を図ることでFRBの独立性したい、(3)株式市場や不動産市場等の過熱化に対するけん制、等を著者の考えとして指摘しました。もっとも今回、欧米の多くの中央銀行が軌を一にして、異常な金融緩和の正常化の方向に一步踏み出すようしている背景には、もしかしたら上記以外のやや深遠な意図があるのではないかと感じています。それは金融危機以降、潜在成長率が確実に低下している中で、金融政策によって成長率を底上げしようという努力の「協調した放棄」ではないかというものです。

勿論、中央銀行に尋ねれば、金融政策によって潜在成長率を引き上げるような愚策は考えないと答えるでしょう。もっともそうであれば、なぜ、金融危機後の危機管理モードが終わり、さらにデフレ懸念が遠のいた今になっても、異常なほどの膨れ上がった中央銀行のバランスシートを維持し、さらに一部の国ではマイナスにまで下げた政策金利を維持する必要があるのでしょうか。その言い訳としては、一つには物価が上がってこないという状況があります。さらには、期待する成長率がなかなか達しないという事情もあります。しかし、例えば米国や日本では、労働市場は既に完全雇用状態にあるわけです。また株や不動産等のリスク性資産の価格も既に危機前の水準を超えるところにまで来ました。物価が上がらないことを除けば、実は足許の成長率は随分と下がった潜在成長率を大きく上回っていて、それが労働市場や資産市場等の過熱を招いている…そんな状況の可能性も考えられるのです。そしてこの場合、不均衡の是正は、結局は資産バブルの崩壊という形で訪れることとなります。

物価が上がらない中での金融政策の正常化は、政治的にも勇気が求められます。なぜなら、それを正当化するのは、中央銀行の第一の目標としては掲げられていない、金融システム安定を維持するための資産バブルの抑制だからです。もっとも、仮にこの点で主要国の中銀が、低い潜在成長率の前提を敢えて受入れ、将来に亘る金融システム安定化のためにここで一斉に金融正常化に向けて動き出したのであれば[こうした方向性は長く BIS(国際決済銀行)やブンデスバンクが主張してきましたが]、これは主要国中央銀行の金融政策に係るカルテル的の一大軌道修正だといえるかもしれません。そしてこの世界は、長い目でみれば、債券市場の勝ちを中央銀行が認めたことを意味します。

さらに、こうした動きに一人置いて行かれた日本銀行の対応にも要注目です。

---

## [Home](#) | [利用規定](#) | [クッキーに関する通知](#) | [プライバシーポリシー](#)

デロイトトーマツ グループは日本におけるデロイトトウシュートーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームであるデロイトトーマツ合同会社およびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツ コンサルティング合同会社、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイトトーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイトトーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む)の総称です。デロイトトーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 11,000 名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツ グループ Web サイト([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 245,000 名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#) もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイトトウシュートーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitte のメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

© 2017. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.