

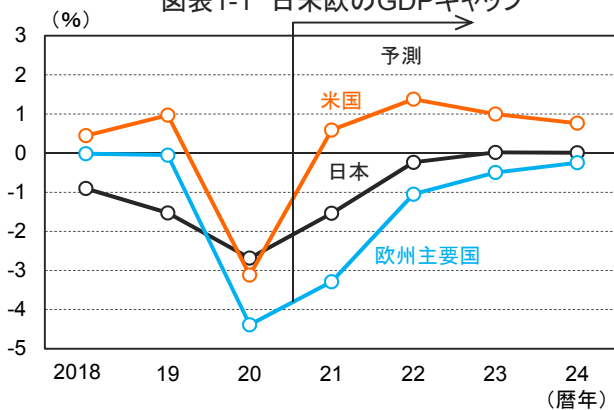
過熱する金融市場、くすぶる緩和縮小観測

経済調査室 米谷 友利、岳 梁、品田 裕太、宮永 径

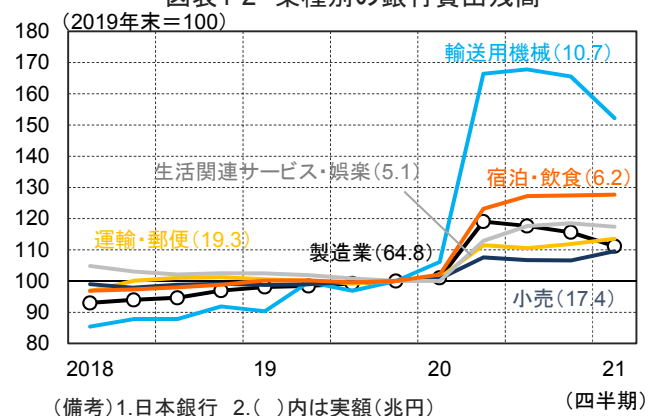
1. コロナ禍での金融支援は継続も、米国では緩和縮小の早期化へ

- 金融政策は、物価目標とともに経済トレンドからのギャップに応じて、緩和や引き締めを行う。コロナ禍に見舞われた2020年は、大幅なマイナスのギャップが生じ、世界的に大規模な金融緩和が行われた。対面サービスなどの正常化は依然共通の課題となっているが、大型の経済対策が採られた米国は、日欧に先んじて、21年にもギャップを解消する見通しである(図表1-1)。
- 国内の金融仲介機能を確認すると、規模別の貸出残高は、大・中堅企業向けが昨年後半から減少するものの、中小企業向けは増加が続いている。資金需要の要因としては、売上増や設備投資拡大は低調の一方で、資金繰り悪化や予備的な資金確保のニーズが、特に中小企業で強い。業種別では、20年春に急増した輸送用機械をはじめ、製造業では年後半から減少傾向となった。一方、宿泊・飲食や生活関連サービス・娯楽は高水準が続き、小売や運輸・郵便では再び増勢が強まるなど、新型コロナの影響が大きい産業で支援が求められる状況が継続している(図表1-2)。
- 米FRBは金融緩和を継続する方針を示すものの、予想外の景気加速、インフレ高進により緩和縮小の早期化が議論されている。4月以降、カナダ、英国が資産買入の縮小に動いており、6月のFOMCでは量的緩和縮小(テーパリング)の議論が行われ、24年としてきた利上げ時期も23年に前倒しとなった(図表1-3)。対照的に、日銀は4月展望レポートにおいて、黒田総裁の任期である23年4月までに2%の物価目標は達成できないとの見通しを示した。緩和モードからの転換が見込めない中、3月の政策決定会合では「点検」を踏まえて副作用への対応を進めており、緩和の持続性を重視する姿勢を強めている(図表1-4)。

図表1-1 日米欧のGDPギャップ



図表1-2 業種別の銀行貸出残高

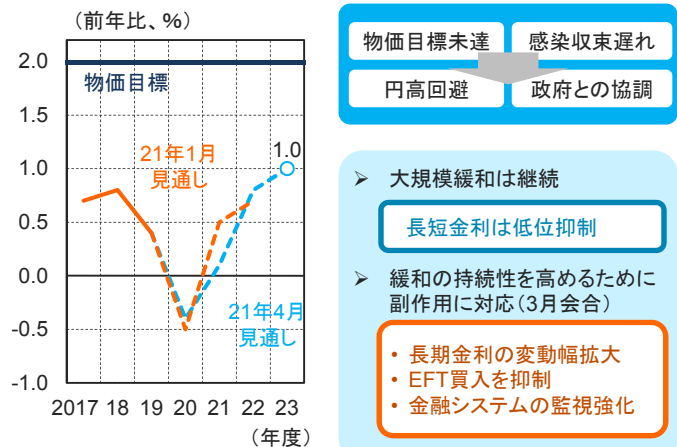


図表1-3 FRBと一部市場の認識のずれ

	FRB	市場の見方	
景気認識	雇用	スラック(緩み)が存在し、最大化達成は時間要する	需要不足でなく失業給付などで供給不足
	物価	景気急回復や前年低下による一時的なもの	景気回復や賃金上昇で継続的上昇も
	金融市場	資産価格上昇に言及も特段の懸念示さず	過熱感があり、FRBが緩和縮小に動けば影響大
緩和縮小	量的緩和	縮小する状況には当面ならずとしつつも、6月の会合で議論された	20年6月にも検討を開始年末から来年に縮小開始
	利上げ	利上げは24年以降としてきたが、6月の会合で23年に前倒し	インフレや市場の過熱により、23年中に利上げ

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表1-4 日銀物価見通しと日銀の方針



2. 各国中銀は金融市場の正常化を評価も、資産価格上昇などのリスクに警戒

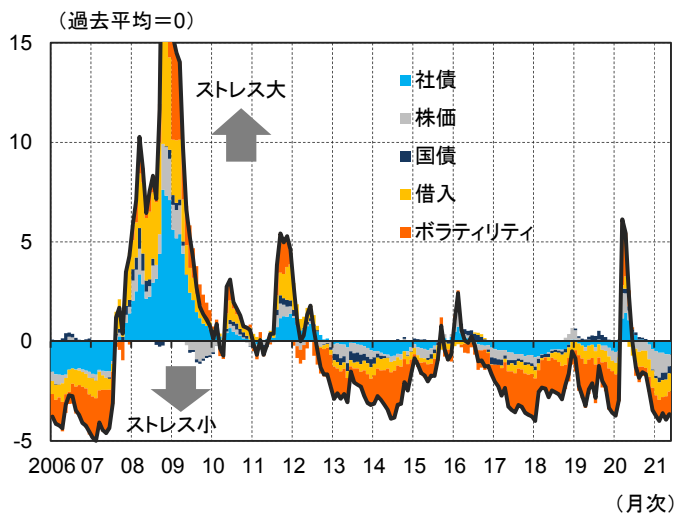
- ・コロナ禍から1年が経過する中、IMFや各国中銀は金融安定(Financial Stability)報告を公表した。政策対応もあって経済とともに金融機能の正常化が進んでおり、金融仲介機能も概ね問題はないと評価する一方、旅客、宿泊、娯楽などで信用リスクは高いとの指摘がみられた。また、低金利環境下でのリスクテイクの高まりへの警戒は強まっており、特にアルケゴス問題もあってノンバンクへの指摘が共通してみられるほか、欧米では資産価格の上昇が指摘された。なお、日欧では、気候変動リスクへの言及も増加した(図表2-1)。
- ・大規模金融緩和が続く米国では、株価、借入を中心に金融市場のストレスは小さくなっている。こうした緩和は13年以降も断続的に続いたが、今回はこれをやや上回っている。リーマン危機前以来の過剰流動性が、危機の火種、あるいは急速な金融引き締めにつながる可能性が意識される(図表2-2)。FRBの5月金融安定報告では、金融市場はコロナ禍における不安定な状況を脱しつつあるとの総じて前向きな評価の一方で、資産規模の増加ペースが国債やリスク資産で急激であること、個人やヘッジファンドなどで投資家の過熱感がみられることなどを指摘した(図表2-3)。

図表2-1 主要中央銀行の金融安定報告

	IMF (4/6)	日銀 (4/20)	FRB (5/6)	ECB (5/19)
金融安定性評価	<ul style="list-style-type: none"> 大規模な政策支援により金融リスクは押さえ込まれている 	<ul style="list-style-type: none"> 感染再拡大など想定しても金融システムは相応の頑健性を備える 	<ul style="list-style-type: none"> 企業債務の伸び鈍化、家計は給付もあり安定 昨春露呈したMMFなどの調達力の脆弱さは残る 	<ul style="list-style-type: none"> 金融リスクは一部の国やセクターに集中、復興基金により緩和可能
金融機関	<ul style="list-style-type: none"> 過去の監督強化で銀行体力低下の兆候なし ノンバンクへのマクロ・プルーデンス規制強化を 	<ul style="list-style-type: none"> 政策対応の効果で金融仲介機能は円滑 不動産融資の伸びは鈍化、海外はエネルギー、航空機に留意 	<ul style="list-style-type: none"> 貸出資産良好もコロナ影響が大きい産業にリスク レバレッジの高いノンバンク貸出拡大(アルケゴス) 	<ul style="list-style-type: none"> 銀行の収益性に課題、信用リスク顕在化の初期兆候あり ノンバンクのマクロ・プルーデンス強化を計画
その他リスク	<ul style="list-style-type: none"> 異例の政策支援により過剰な資産価格が形成 景気回復が遅れる新興国の資本流出 	<ul style="list-style-type: none"> 国内金融機関の市場リスクが海外ノンバンクの行動により増幅 サイバー、気候変動 	<ul style="list-style-type: none"> リスク資産価値が全般に拡大 生保のローン担保証券や資産化証券の保有拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅の調整リスク 気候変動も金融安定のリスクに

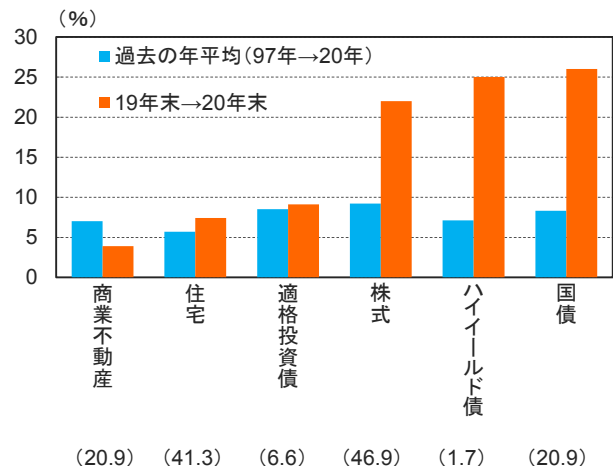
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-2 金融ストレス指数



(備考) 米財務省、一部国際指標を加味する

図表2-3 資産規模の増加率

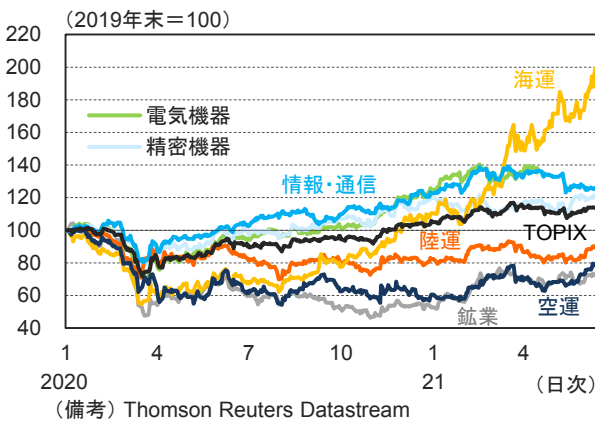


(備考) 1.FRB “Financial Stability Report”(2021年5月)
 2.()内は20年末残高、兆円
 3.債券は簿価ベース、ほかは時価ベース

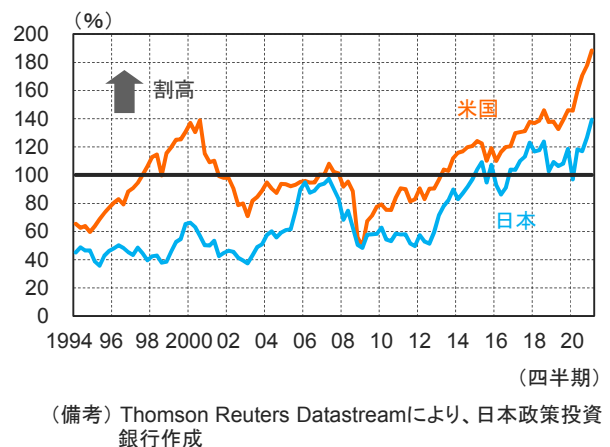
3. 緩和による過剰流動性などにより、多くの市場で「フロス」が発生

- 国内の株価は、昨年3月の急落後、情報・通信や半導体関連などのグロース株が牽引した。ワクチン開発が報じられた10月以降は、銀行や鉄鋼などのバリュー株買い戻しがみられたほか、市況高騰の海運が上昇したが、低迷が続く運輸などの二極化は継続している(図表3-1)。米国株は、高成長が期待されるハイテク株を中心に過去最高値を更新している。経済規模との対比で株価の割高・割安感をみるバフェット指数は、日米ともに目安とされる100%を超えて上昇している。割高感はコロナ禍以前から意識されていたが、特に米国ではコロナ禍でも低下することなく上昇しており、調整余地の拡大を示唆している(図表3-2)。
- 米国ハイイールド債のスプレッドはリーマン前に迫る水準に低下しており、調整が生じた場合、米国の投資信託・保険・年金などのノンバンクや、一部日本の金融機関にも影響が及ぶ可能性がある。そのほか、ビットコインなどの暗号資産、SPAC(特別買収目的会社)やイノベーションをテーマとした米アーク社のETFであるARKKなどにも騰落がみられるなど、流動性が様々な金融商品に及んでいる。緩和縮小観測などで投資姿勢が転換すれば、影響が増幅し、金融システムに影響が及ぶ可能性も指摘されている(図表3-3)。
- 住宅価格は多くの国で上昇している。金融緩和、財政給付による所得増加、在宅勤務の増加などで住宅需要が高まる一方、住宅開発の停滞や木材不足などの供給制約もあり、コロナ前の19年末に比べ、米国、韓国、カナダで1割以上、NZ(ニュージーランド)では約3割上昇し、過熱の指標である住宅価格/家賃比率は、米国はリーマン危機前を下回るものの、NZ、カナダ、英国などは過去最高となっている。今年に入り、中国では住宅ローンの総量規制、NZはローン控除の縮小、売却益課税の強化を行い、カナダなどでも規制強化が検討されているが、現状では効果は限られている(図表3-4)。
- リーマン前と比較すれば、金融システムは総じて頑健性を維持しており、これまでみてきた過熱は早期にシステムミック・リスクに発展する「バブル」だとの懸念には至っていない。一方、コロナ禍における緩和的な環境もあり、パウエル議長が「フロス」と呼ぶ資産価格の高騰が次々と生じている。なかでもアルケゴス問題で明らかとなったノンバンクの脆弱性への対応が急務となっており、個々の機関の監督・規制の強化とともに、金融システム全体に対する安定確保(マクロ・プルーデンス)の強化が求められている。

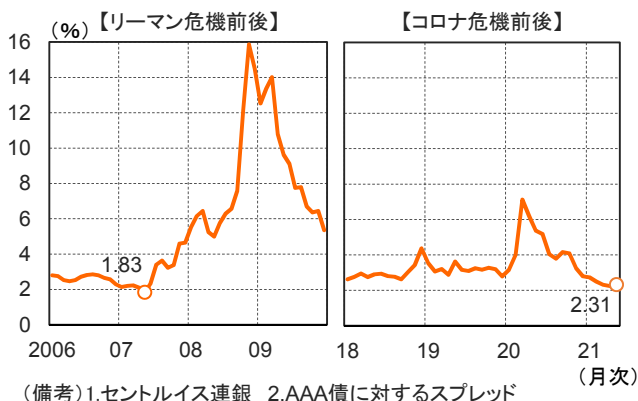
図表3-1 業種別指数の推移



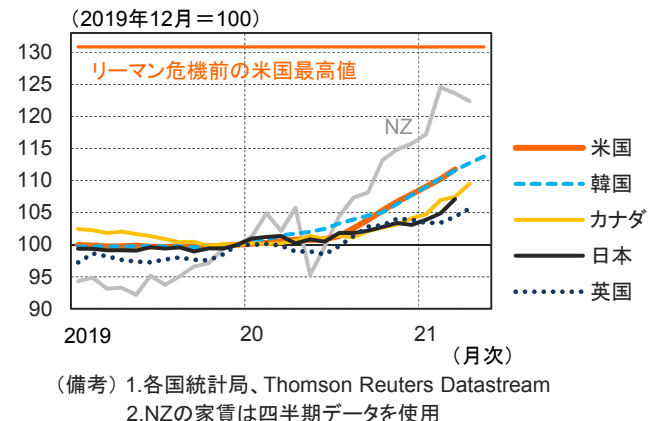
図表3-2 バフェット指数



図表3-3 米国ハイイールド債のスプレッド



図表3-4 住宅価格/家賃指数



©Development Bank of Japan Inc.2021

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部
Tel: 03-3244-1840
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp