

2 金融政策の最近の動向

日本銀行は、2013年4月に導入された量的・質的金融緩和について、累次の緩和強化策を取り入れ、2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」、同年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、2%の物価安定目標の実現に向けた大規模な金融緩和の取組を続けている。海外の金融政策の動向をみると、2018年後半から世界経済の成長率が鈍化する中で、アメリカにおいても、2015年末から続いてきた政策金利の引上げの動きが、2019年に入って据え置きの方針に転換されたほか、欧州でも引き続き緩和政策の継続が表明されている。本項では、我が国及び海外の最近の金融政策の動向を概観する。

●アジア及び欧州の一部の景気に弱さがみられる中で、世界的に金融緩和が継続

世界経済については、2018年央からの中国経済の緩やかな減速に加え、ドイツをはじめとしたユーロ圏の景気回復に2018年後半から一部で弱さがみられるようになるなど、経済成長が鈍化している。アメリカについては、景気は着実に回復が続いているものの、中国をはじめ世界経済の一部に弱さがみられる中で、輸出は弱い動きとなっている。また、我が国についても、輸出や生産の一部に弱さがみられている。他方で、物価の動向については、世界的に落ち着いており、アメリカではコアPCEデフレーターは2%弱、欧州や日本では消費者物価上昇率（コア）は、1%程度で推移している。

こうした経済・物価情勢の中で、米欧の中央銀行では、金融政策の方針について、危機対応から正常化に向けた動きを一旦停止し、金融緩和を当面継続していく方向に転換がみられている（第1-5-5図（1）（2））。

具体的には、欧州中央銀行（ECB）では、2016年3月以降、政策金利（メイン・リファイナンス・オペレーション金利）を0.00%、限界貸出金利を0.25%、中銀預金金利を-0.40%に据え置いているが、先行きについては現行の政策金利を2019年夏まで維持することを表明するとともに、資産購入プログラム（APP：Asset Purchase Programme）における資産購入の額を2018年1月から順次縮小し、18年12月には新規の資産購入を終了するなど、金融政策の危機対応から正常化へ向けた取組を進めていた。しかしながら、経済成長率や物価見通しの低下を受けて、2019年3月には、政策金利のフォワード・ガイダンスについて、現行水準を2019年末まで維持するとして期間を延長するとともに、長期流動性供給オペ（TLTRO3）を2019年9月から開始することを決定した。なお、政策金利のフォワードガイダンスは、2019年6月、現行水準を2020年前半を通じて維持するとして期間が再度延長された。

アメリカでは、連邦準備制度（Fed）は、2015年12月以降利上げを開始し、2018年12月の連邦公開市場委員会（FOMC）までの間に9回にわたり政策金利を引上げ、FFレート（フェデラル・ファンド・レート）の誘導目標を2.25~2.50%としたほか、Fedの保有資産の縮小については、2017年10月から漸進的な縮小が開始され、債券の再投資額を徐々に削減する形で極めて緩やかな

ペースで資産規模の縮小が進められてきた。しかし、19年1月のFOMCでは、世界経済の動向や落ち着いた物価上昇圧力等を踏まえ、緩やかな政策金利の引上げへ言及した表現が削除されるとともに、「将来の政策金利の調整に忍耐強く (be patient) なる」旨が記載され、判断を急がないことが表明された。続く3月のFOMCでは、FOMC参加者による今後のFFレートの見通し(中央値)から算出される19年の利上げ見込み回数が18年12月のFOMCの2回から0回に減少した。その後の6月のFOMCでは、声明文から「忍耐強く (be patient)」の文言が削除され、新たに、「先行きの不確実性が増している」とした上で、「成長を持続させるために適切に行動する」との文章が追加され、19年の利上げ見込み回数は0回と変わらなかったが、20年は1回の利下げが見込まれることとなった。また、Fedは、保有資産の縮小についても、2019年5月以降縮小ペースを減速し、2019年9月末には保有資産の縮小を停止することも表明した。

日本銀行は、金融緩和強化のための持続性の高い新しい政策枠組みとして、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、短期政策金利を▲0.1%とし、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を行っている。その後、2018年7月には、2%の物価安定目標の達成に時間がかかる中、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入した。また、長短金利操作に沿って長期国債の買入れを行う際、「金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施することや、ETFの保有残高が、年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行いつつ、「市場の状況に応じて買入れ額は上下にある程度変動しうるものとする」ことなどの金融緩和の持続性を強化する措置を決定した。2019年4月には、「海外経済の動向や消費税率引上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定」するとして、政策金利のフォワードガイダンスの明確化を行い、適格担保の拡充など、円滑な資金供給及び資産の買入れの実施と市場機能の確保に資する措置の実施を決定した。

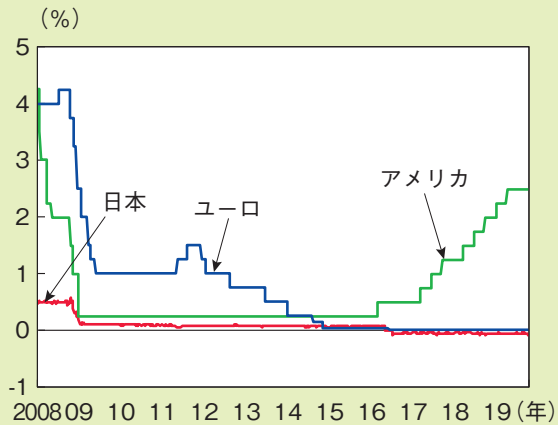
日米欧の2018年から2019年にかけてのターム別の金利動向(イールドカーブ)をみると、我が国においては、大きな変動はなく、この間に、最も上方にシフトした2018年10月には7年より長期の金利がプラスとなったが、2019年5月には下方にシフトし、10年金利もマイナスとなっている(第1-5-5図(3))。ドイツでは2018年5月には7年より長期の金利がプラスであったが、2019年5月には日本同様、10年金利もマイナス金利となっている(第1-5-5図(5))。アメリカでは、2018年12月のFOMC後には緩やかながらも長期金利の方が短期金利よりも高くなっていたが、2019年3月のFOMC後には、2019年中の政策金利引上げの停止が見込まれたこともあり、長期金利が大きく低下した(第1-5-5図(4))。その後は、米中通商問題の長期化懸念などを背景にした利下げ期待の高まり等により、2019年5月以降、一段と長期金利は低下した。

このように世界的に成長率が鈍化する中で、緩和的な金融政策がしばらく継続する可能性が高いこともあり、2019年5月時点の日米欧の長期金利は、2018年と比べてやや低い水準で推移している。

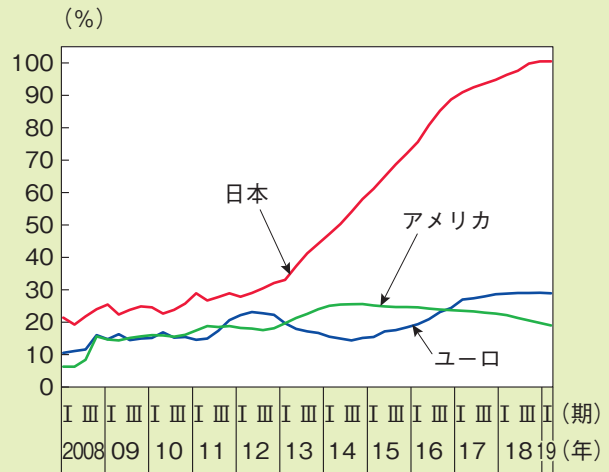
第1-5-5図 日米欧の政策金利の推移とバランスシートの推移

日米欧の長期金利は低下傾向

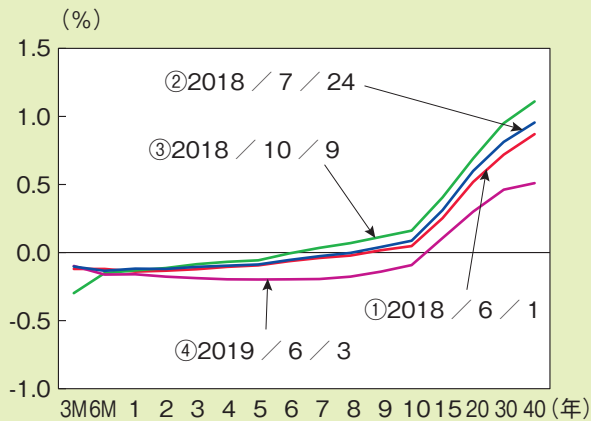
(1) 政策金利の推移



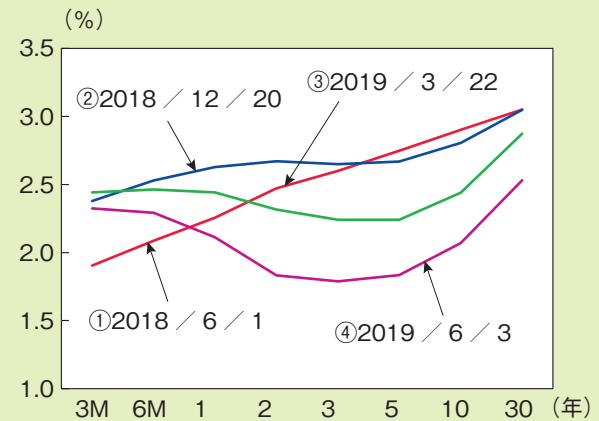
(2) バランスシート規模／名目GDP



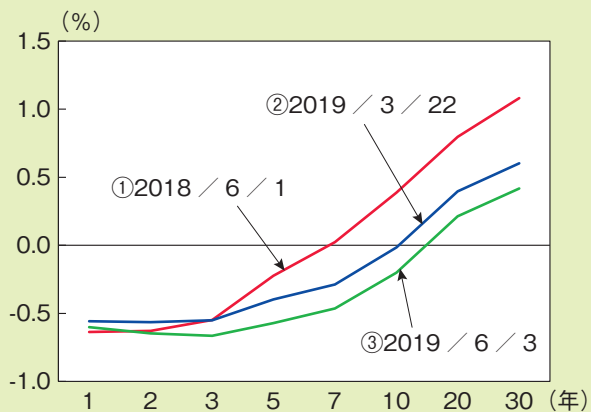
(3) イールドカーブの推移 (日本)



(4) イールドカーブの推移 (米国)



(5) イールドカーブの推移 (ドイツ)



(備考) 1. 日本銀行、FED、ECB、Bloombergにより作成。

2. (2) のバランスシート規模の値については、四半期末のデータを使用。

3. 各国の政策金利は、無担保コールレート翌日物 (日本)、FF金利 (アメリカ)、市場介入金利 (ユーロ) を使用。

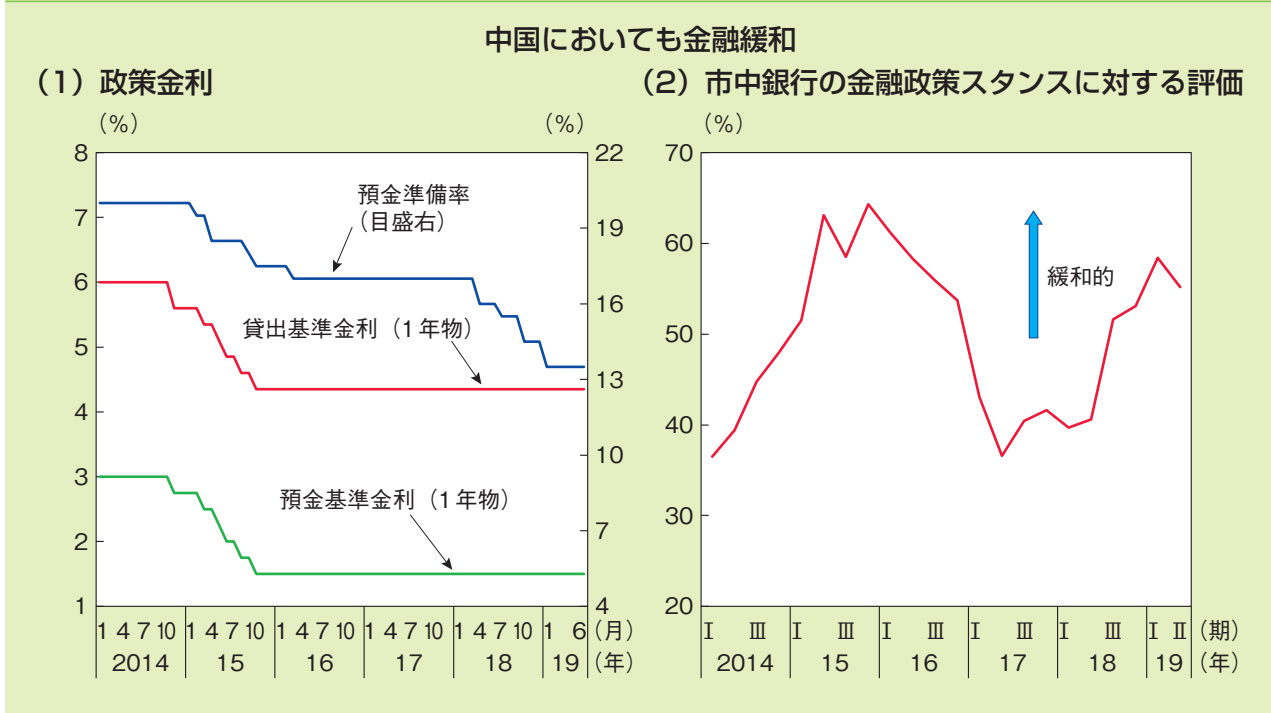
4. (3)、(4) の3Mは3か月、6Mは6か月。

●中国における金融緩和

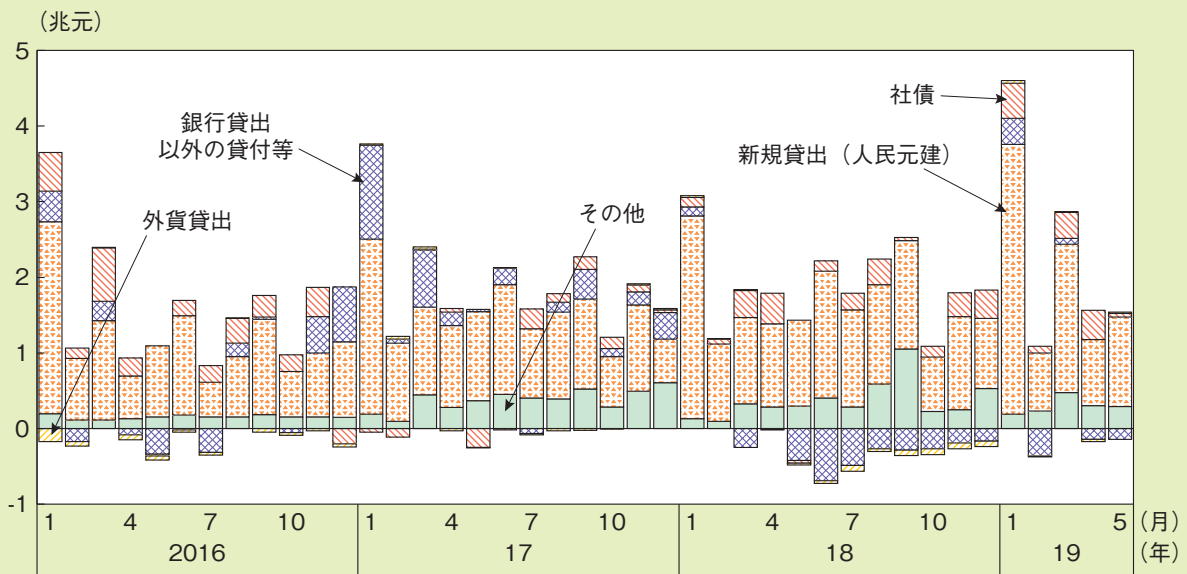
今回の中国経済の減速の背景には、中国において、地方政府や民間企業の過剰債務問題を是正するために、2017年以降、シャドーバンキング等に対する金融監督管理の強化、地方政府のインフラ投資の資金調達に適正化等のデレバレッジに向けた取組を強化してきたことがある。2018年半ば以降は、米中間の貿易摩擦の高まりや、景気の減速懸念を背景に、中国政府の経済運営スタンスは、景気安定をより配慮し、デレバレッジには引き続き取り組みつつも景気安定とのバランスをとる方向に変化した。金融政策のスタンスについては、それまでの「穏健中立」から「穏健」へと変更され、預金準備率の引下げが、2018年4月、7月、10月、19年1月と4回にわたり実施された（第1-5-6図（1））。また、中小企業や民間企業の資金調達難の緩和のため、2018年12月に中小企業・民間企業への貸出を支援するための新たな流動性供給手段が中国人民銀行に新設されたほか、2019年3月の全人代においても、国有大型商業銀行の中小企業向け融資の増額等の方針が示された。金融政策の運営状況を金融政策スタンスに対する市中銀行の評価でみると、2017年以降50を下回って引締め気味に推移していたが、18年半ば以降は大きく上昇して50を上回っており、緩和的なスタンスになっていることが確認できる（第1-5-6図（2））。

また、金融システムから非金融企業や個人に供給された資金の総量である社会融資総量（フロー）をみると、シャドーバンキングの一端である銀行貸出以外の貸付等は、2018年央以降はマイナス幅がやや縮小しているほか、銀行貸出についても、18年半ば以降やや増加がみられ、流動性ひっ迫がやや緩和されていることがうかがわれる（第1-5-6図（3））。

第1-5-6図 中国の金融の動向



(3) 社会融資総量（フロー）



- (備考) 1. 中国人民銀行より作成。
 2. (1)の預金準備率は、大手金融機関向けの預金準備率。また、この他2018年1月に小企業・農家等に対する融資が一定割合以上等の条件を満たした金融機関の預金準備率の引下げも実施。
 3. (2)は全国約3,200行の銀行を対象に実施した調査で、「緩和」「適度」の回答の比率にそれぞれ1と0.5を乗じて算出したもの。
 4. (3)の銀行貸出以外の貸付等は、委託貸付、信託貸付、銀行引受手形の合計。

●世界的に金融市場は緩和傾向

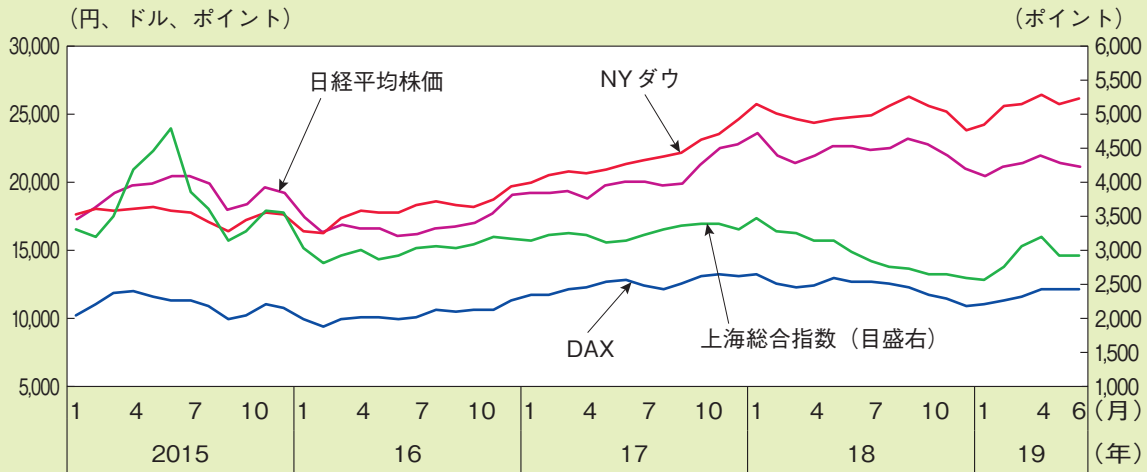
日米欧中の株式市場の動向をみると、2016年後半以降はおおむね上昇傾向で推移したが、2018年後半には、米中間の通商問題への懸念や中国の緩やかな景気減速などを背景に、いずれも2017年と比べて水準が低下した（第1-5-7図(1)）。その後、2019年に入ってから、中国の景気支援策、アメリカの利上げ停止など各国の政策対応、米中間の貿易協議進展への期待などを背景に、2018年末の水準からやや回復したが、2019年5月以降は米中通商問題の影響が再びみられている。

また、為替市場の動向については、対円でみると2016年半ばにかけてドル、ユーロ、元ともに円高方向に進んだが、その後は世界経済の回復とともに円安方向に推移し、2017年以降は変動が少なく推移している（第1-5-7図(2)）。対ドルでみると世界経済の回復から2017年から2018年初頭にかけてユーロ高方向、元高方向へと推移したが、2018年半ば以降は、アメリカの利上げもありドル高方向で推移している（第1-5-7図(3)）。

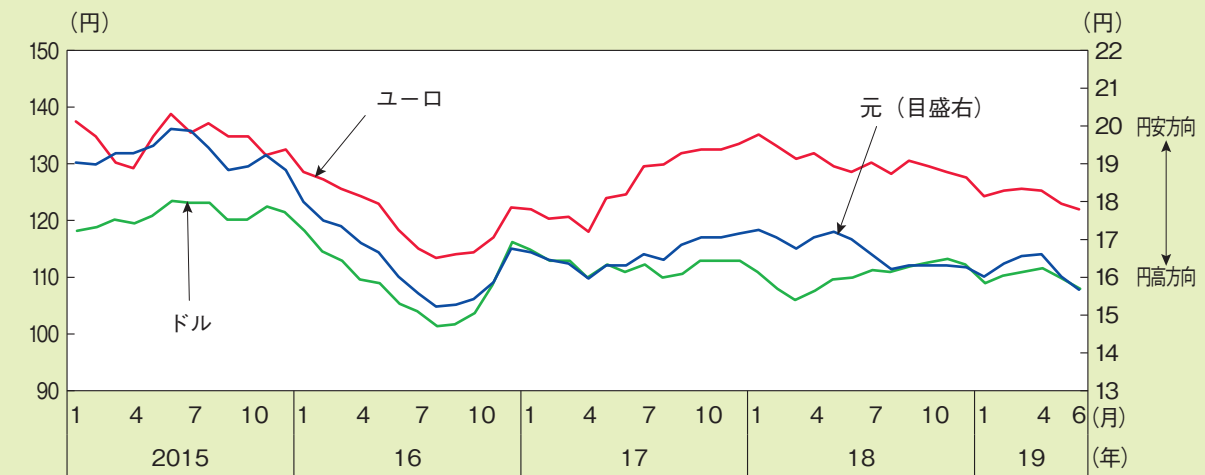
第1-5-7図 日本、米国、欧州、中国の株価、為替の推移

円相場は2017年以降おおむね安定的に推移

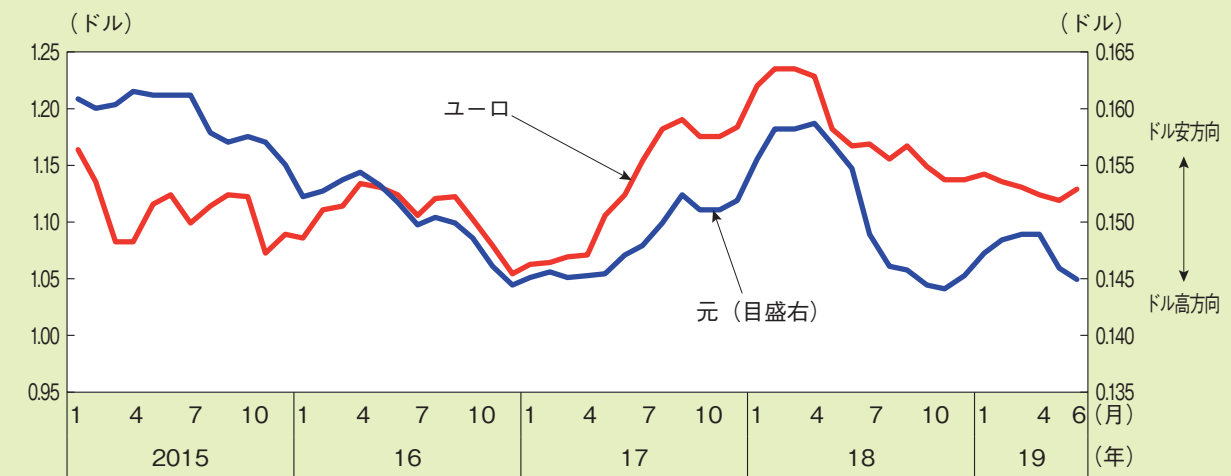
(1) 株価の推移



(2) 為替の推移 (対円)



(3) 為替の推移 (対ドル)



(備考) 1. Bloombergにより作成。
2. (1)の株価、(2)(3)の為替レートは月中平均。

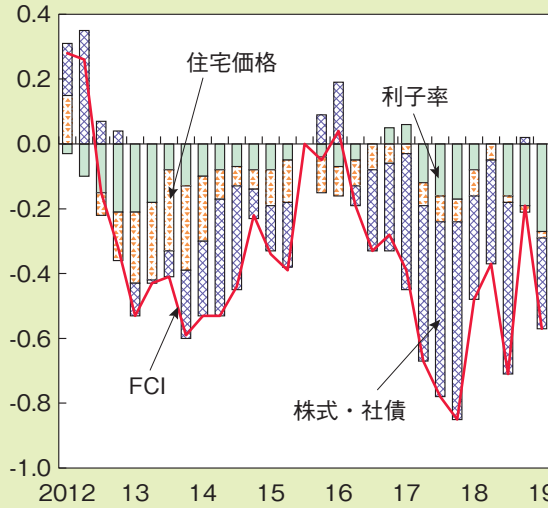
世界の金融市場がどの程度緩和的あるいは引締めの状況であるかについて示す指標として、IMFが作成しているFCI（Financial Condition Index、金融環境指数）がある。FCIは、市場での資金確保がどの程度容易であるかを示すものであり、具体的には、リスクプレミアム等を示す各種金利のスプレッド、株価やその変動率、為替レート、住宅価格等の指標を統合して作成され、マイナスは緩和的、プラスは引締めのことを示す。IMFが2019年4月時点で公表したFCIの動向をみると、アメリカについては、2015年末からの政策金利の引上げにもかかわらず、株価の上昇等を背景に2017年末にかけて緩和的な状況が続いた後、2018年に入ってから金利上昇によって緩和の度合いが縮小した（第1-5-8図（1））。ただし、2019年に入ってから、FRBによる政策金利引上げの停止を反映した長期金利の低下や株価上昇に伴い再び緩和的な方向に転じている。

ユーロ圏については、イタリアの財政赤字拡大懸念を背景に長期金利が上昇したこと等により2018年後半に引き締め方向となったが、2019年に入ってから市場が安定化したこともあって緩和方向に転じている（第1-5-8図（2））。中国については、2017年以降、政府の過剰債務に対する監視強化等の対応を反映して小幅ながら引締めの状況が続いている（第1-5-8図（3））。2018年については米中貿易摩擦や景気減速懸念を背景に株価が低下し引締め方向に寄与した一方、金融緩和政策を反映したスプレッドの低下などがそれを相殺し、全体の金融環境に大きな変動はなかった。中国を除く主要新興国については、2018年に一部の国で政治や経済の不安定性等を背景に為替が大きく減価し、急激に引締めの方向に変化した、2019年に入ってからほぼ中立付近で落ち着きを取り戻している（第1-5-8図（4））。

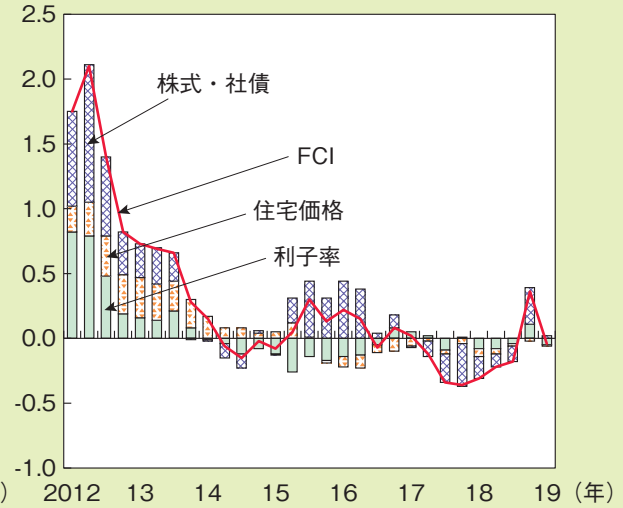
第1-5-8図 ファイナンシャル・コンディション指数 (FCI) の推移

世界の金融市場はアメリカを中心に緩和的な傾向

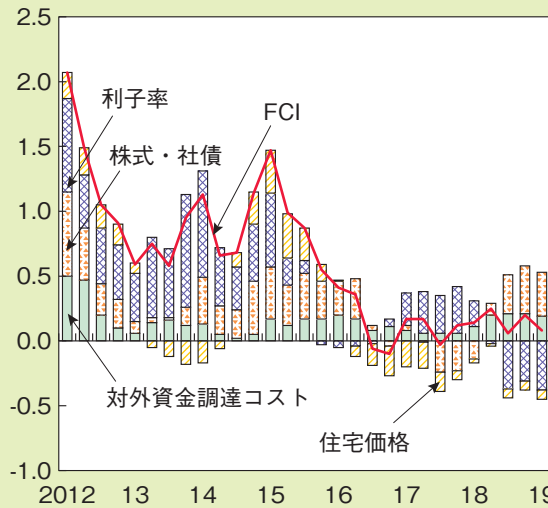
(1) アメリカ



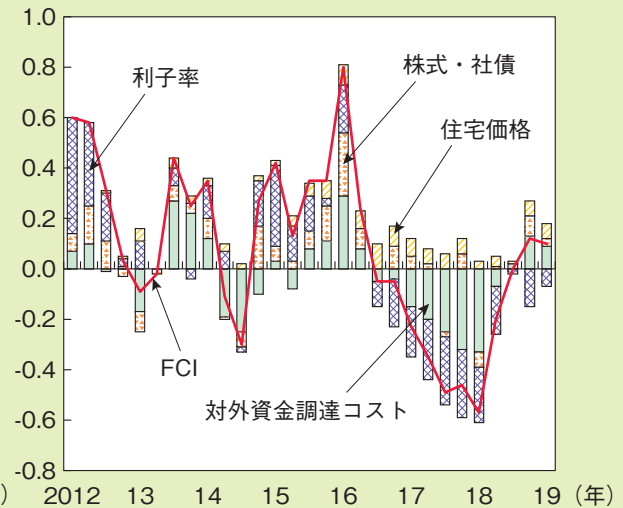
(2) 欧州



(3) 中国



(4) 主要新興国 (中国除く)



(備考) 1. IMF「Global Financial Stability Report (April 2019)」により作成。
 2. FCIは、1996年～2019年の平均値が0、標準偏差が1となるように標準化された指数。
 3. 主要新興国 (中国除く) には、ブラジル、インド、メキシコ、ポーランド、ロシア、トルコを含む。

●日米欧ともに賃金及び物価上昇は緩やか

世界経済の成長が鈍化する中で、2019年に入って、日米欧ともに金融政策の正常化のペースを緩め、緩和的な方向に政策が変更されているが、こうした金融政策の見直しが可能となっている背景の一つには、物価面において、雇用情勢等の改善の程度と比べると、物価上昇率は過去の同様の局面と比べて緩やかなものにとどまっていることがある。

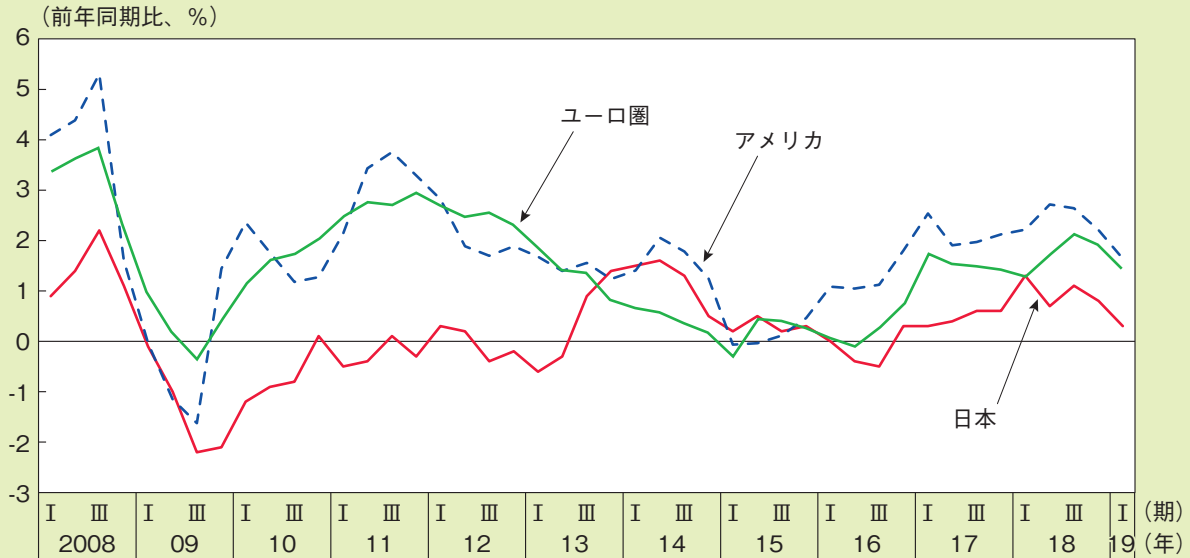
日米欧の物価の動向を財とサービスに分けてみると、財の物価については貿易を通じて途上国から安価な財を輸入できることもあり各地域ともに低い伸びとなっており、大きな差はない(第1-5-9図)。一方、サービス物価については、国内の需給要因や人件費の動向を強く反映するため、各地域で違いが出ているものの、日本が0%台半ば、欧州で1%程度、アメリカは2%程度と、いずれも過去と比べて緩やかな上昇にとどまっている。サービス物価の動向については人件費の動向に大きく影響されるため、各地域の賃金の動向と失業率の関係をみると、かつてと比べて失業率の低下ほどには賃金上昇率が高まっていない状況となっている。このように、失業率でみた労働市場の需給が賃金上昇につながりにくくなっていることが、各国・地域の物価上昇率が緩やかなものとなっていることの一つとなっている(付図1-15)。

他方で、金融緩和が長期にわたって継続することが予見されるような状況では、低金利の長期化を前提にした投資によって資産価格の過度な上昇が助長される可能性があり、特に、住宅や商業不動産価格の過度な上昇には注意する必要がある。

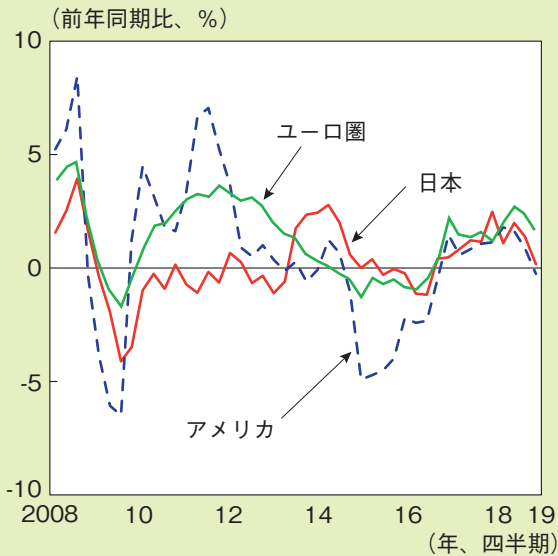
第1-5-9図 物価の国際比較

物価上昇は緩やか

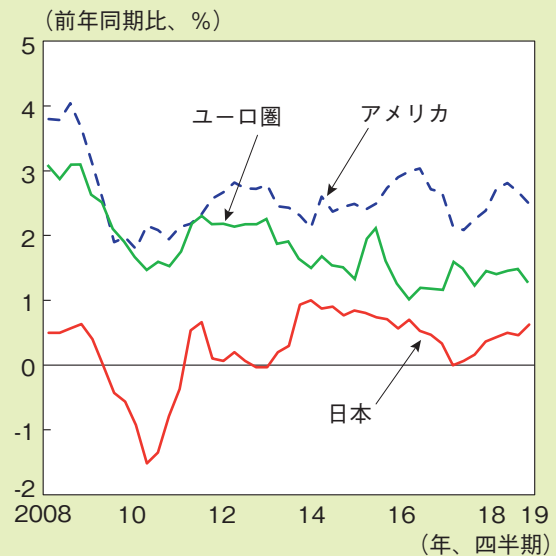
消費者物価（総合）の国際比較



財物価の国際比較



サービス物価の国際比較



- (備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、Bureau of Labor Statistics “Current Employment Statistics” “Consumer Price Index”、Eurostatにより作成。
 2. サービス物価については、ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）のサービス物価には持家の帰属家賃が含まれないため、日本及びアメリカについても持家の帰属家賃を除くサービス物価を使用。
 3. 日本は、消費税率引上げの影響を除いたもの。

● 銀行貸出の緩やかな増加が続く中、2018年はM & A向けの貸出が増加した可能性

金融機関の貸出残高をみると、このところ前年比2%台の伸びが続いており、2018年の残高は約460兆円となっている（第1-5-10図（1））。都市銀行と地方銀行³²別でみると、地方銀行は2018年を通して貸出残高の伸びが3%で変わらなかった一方で、都市銀行の伸び率は地方銀行に比べて低いものの、2018年を通じると、年後半以降、伸び率が拡大傾向にあった。（第1-5-10図（2））。大企業への業種別貸出（運転資金）の前年比の推移をみると2018年は化学や情報通信で高い伸びとなっている。2018年にこれらの業種で大型のM & Aがあったことを踏まえると、都市銀行の貸出の伸びの一因としてM & A向け貸出の増加が考えられる（第1-5-10図（3））。

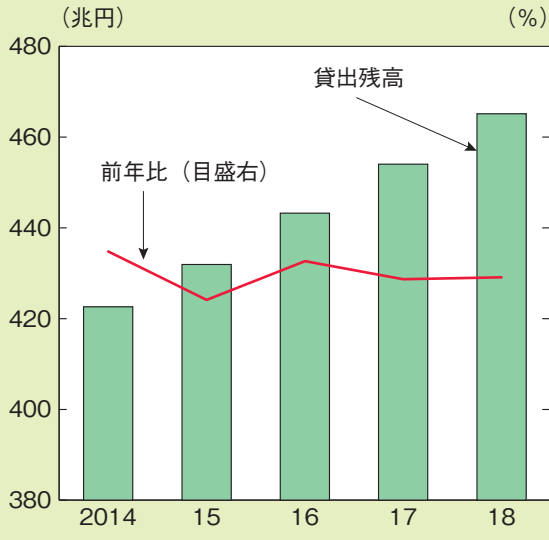
我が国のM & Aは件数、金額ともに、我が国企業が買い手となる案件を中心に増加傾向にあり、特に2018年は件数が26%増、金額が123%増と、ともに前年比で大きく増加した（付図1-16）。M & Aの案件をみると、事業承継を目的としたもの、ベンチャー企業を対象としたものがこのところ増加傾向となっている。今後も、人手不足などを背景に事業承継を目的としたM & Aは増加傾向が続くと見込まれること、競争力強化の観点からベンチャー企業を対象としたM & Aも堅調に推移すると考えられることから、都市銀行を中心にこうしたニーズに対する貸出が増加する可能性がある。

注 (32) 全国地方銀行協会加盟銀行及び第二地方銀行協会加盟銀行。

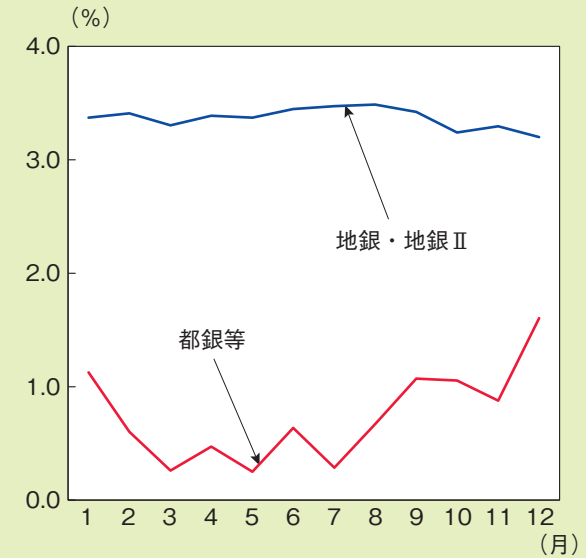
第1-5-10図 銀行貸出の動向

銀行貸出は緩やかな増加が続く

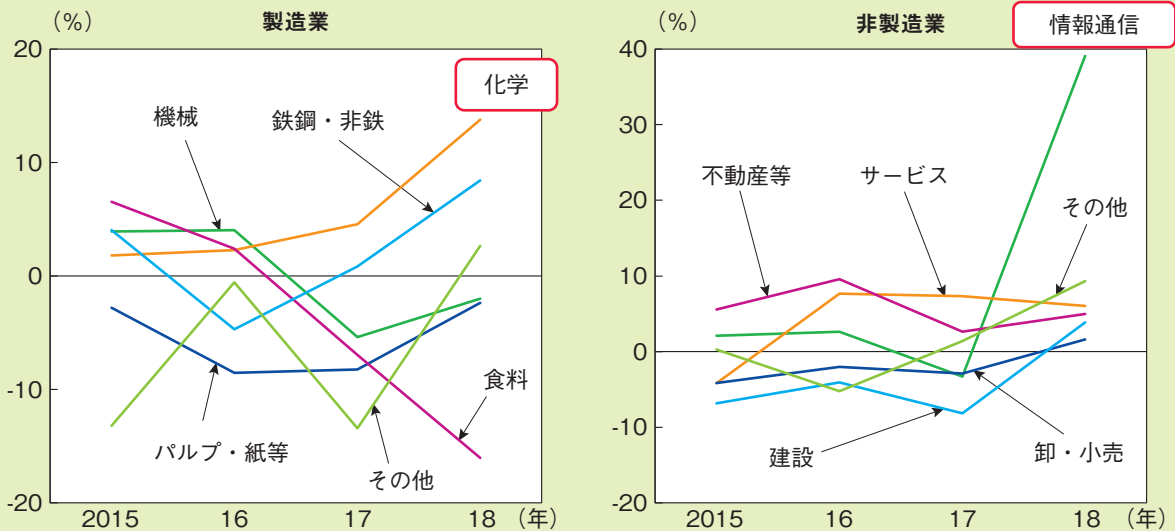
(1) 金融機関の貸出残高（平残）及び前年比の推移



(2) 2018年の金融機関の業態別貸出残高（平残）の前年同月比推移



(3) 大企業への業種別貸出（運転資金）の前年比の推移



- (備考) 1. 日本銀行「貸出・預金動向（速報）」、「貸出先別貸出金」により作成。
 2. (1) の貸出には、金融機関向け貸出、中央政府向け貸出を含まない（外銀を除く）。
 3. (2) の貸出における「都銀等」は、都銀（みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行）にみずほ信託銀行、三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行を加えたもの。
 4. (3) の運転資金は、貸出総額から設備資金を控除したものの。