



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

February 22, 2016

## <FOCUS>

### FRB が関心を高める自国内の金融環境

- 17日に公表された1月FOMCの議事要旨は、声明文同様、FRBが「世界経済や金融市場の動向」を注視していることを示す内容だった。なかでも、FRBは自国内の広範な金融環境についての関心を以前に比べて高めつつある様子が窺える。
- 例えば、FRBスタッフは金融安定の潜在的リスクに関する最新の分析を説明。米国金融システムの脆弱性は抑制されているとしつつも、「レバレッジが高まっている非金融企業の存在」と「ハイイールド社債の投資信託における流動性ミスマッチ」は、債券投資家や低格付け借り手企業にとってのリスクが幾分高いことを示唆している、と述べている。
- FOMC参加者も「投機的格付け企業や小企業にとっての調達環境の著しいタイト化」や「商工業ローンや商業用不動産ローンの銀行貸出基準の厳格化」等を指摘。商業用不動産ローンや（低格付け企業向け）商工業ローンについては従来、貸出基準の緩和が懸念されていたところ。そのため、足元での幾分の厳格化は好ましい動きとも捉えられるが、今後は厳格化度合いが緩やかに止まるかどうかを注視する必要があるだろう。「このような金融環境の変化が続けば、追加利上げと同等の影響をもたらすかもしれない」との意見も出ており、米国内の金融環境は金融政策判断における重要度を増している。
- なお、議事要旨では何人かのFOMC参加者から、金融政策運営は景気の上方リスクよりも下方リスクへの対処が難しい状態にあるため、次回利上げの前に“経済の基調的な強さ”や“インフレ見通し”に関する追加的な情報を待つべき、との意見が出ていた。この点に少し関連するが、欧州や日本のマイナス金利政策を受け、米国でも景気後退時の政策オプションとしてマイナス金利政策が俄かに注目されている。
- 仮に、近い将来に景気が後退すれば、従来の金融政策手段での対応余地が限られているため、米国でもマイナス金利導入の可能性はありそうだ。但し、「米国の短期金融市場構造」や「景気後退時に必要な利下げ幅」等を考慮すると、マイナス金利が中心的な金融政策手段になるとの見方は少ないようだ。マイナス金利を加えても（景気の下振れに対処する）政策オプションが限られている状況に大きな変化はなく、FRBの金融政策は引き続き、下方リスクに配慮した慎重な運営を余儀無くされるだろう。

## <FOCUS>FRB が関心を高める自国内の金融環境

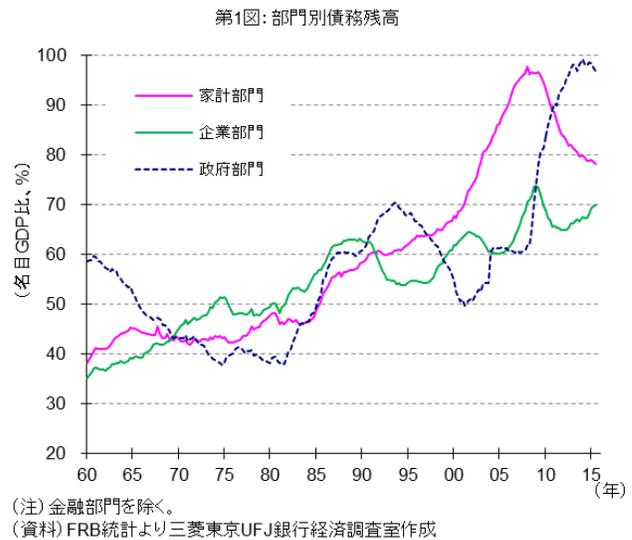
### 1月FOMCの議事要旨では、自国内の金融環境に関する記載が目立つ

17日に公表された1月FOMCの議事要旨は、声明文同様、FRBが「世界経済や金融市場の動向」を注視していることを示す内容だった。FRBは中国をはじめとした世界経済の動向や日々の株価の動向等も勿論注視しているわけだが、なかでも、自国内の広範な金融環境についての関心を以前に比べて高めつつある様子が窺える。

### FRBスタッフは、米国金融システムの安定性について言及

例えば、議事要旨によるとFRBスタッフは金融安定の潜在的リスクに関する最新の分析を説明。①「銀行の資本・流動性の状況は強固」、②「非銀行金融セクターのレバレッジは緩やか」、③「家計部門の借入は抑制的（第1図）」等から、米国金融システムの脆弱性は抑制されている（moderate）と結論付けた。

但し、スタッフは非金融企業部門、特に「エネルギー関連」や「その他の高リスク企業」のレバレッジが引き続き高まってきた点を指摘。「レバレッジが高まっている非金融企業の存在」と「ハイイールド社債の投資信託における流動性ミスマッチ<sup>1</sup>」は、債券投資家や低格付け借り手企業にとってのリスクが幾分高いことを示唆している、と述べている。



### FOMC参加者は、銀行貸出基準の厳格化等について言及

FOMC参加者も「投機的格付け企業や小企業にとっての調達環境の著しいタイト化」や「商工業ローンや商業用不動産ローンの銀行貸出基準の厳格化」等を指摘。FRBによる銀行融資担当者調査（3ヵ月毎実施）の直近2016年1月分の結果（企業向け）を確認すると、商工業ローンでは大・中堅企業向けで3ヵ月前と比べて貸出態度を「厳しくした」銀行の割合から「緩和した」銀行の割合を引いたネットの比率は+8.2%となり、2調査連続で「厳格化超」となった（第2図）。

商業用不動産ローンで同様の比率をみると、「建設・土地開発」向けは+12.7%、「非農業・非住宅」向けは+5.6%、「複合住宅」向けは+22.5%（第3図）<sup>2</sup>。何れも「厳格化超」で、その度合いは前回調査時よりも強まっている。

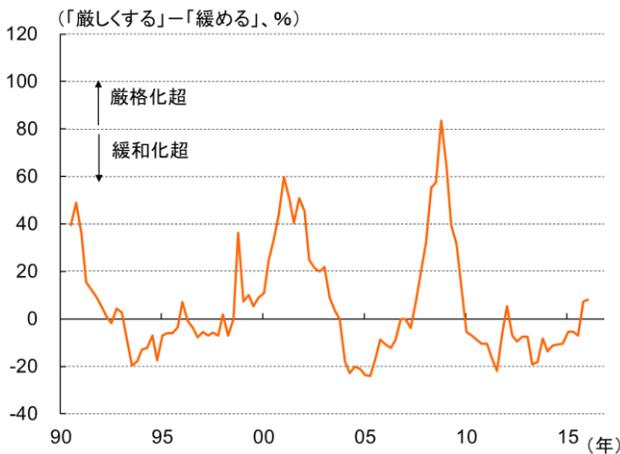
商業用不動産ローンや（低格付け企業向け）商工業ローンは従来、貸出基準の緩和が懸念されていたところ。そのため、足元での幾分の厳格化は好ましい動きとも捉えられるが、今後は厳格化度合いが緩やかに止まるかどうかを注視する必要があるだろう。

<sup>1</sup> 期間（流動性）のミスマッチは、短期調達と長期運用（または流動性の低い資産での運用）の組み合わせによる“過剰な満期（流動性）の変換”。

<sup>2</sup> 商業用不動産ローンの当該調査は2013年末より3つに分かれている。

議事要旨では「このような金融環境の変化が続けば、追加利上げと同等の影響をもたらすかもしれない」との意見も出ており、米国内の金融環境は金融政策判断における重要度を増している。

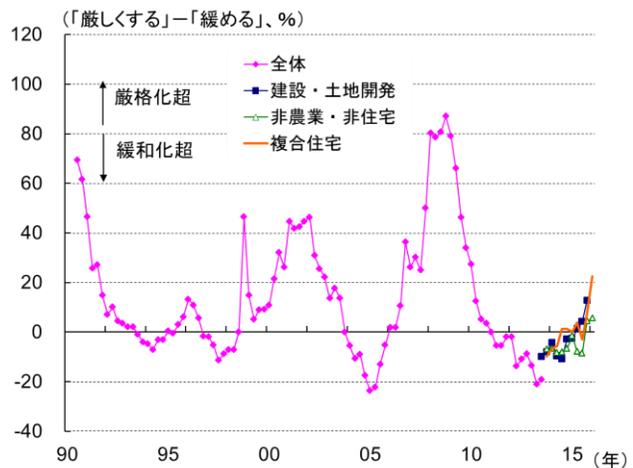
第2図：商工業ローン向け貸出基準の推移



(注)大・中堅企業向け。

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：商業用不動産ローン向け貸出基準の推移



(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 米国では景気が後退した際の政策手段として、マイナス金利への関心が高まる

なお、議事要旨では何人かの参加者から、金融政策運営は景気の上方リスクよりも下方リスクへの対処が難しい状態にあるため、次回利上げの前に“経済の基調的な強さ”や“インフレ見通し”に関する追加的な情報を待つべき、との意見が出ていた。

この点に少し関連するが、欧州や日本のマイナス金利政策を受け、米国でも景気後退時の政策オプションとしてマイナス金利政策が俄かに注目されている。米国は昨年12月に利上げを開始し、今後も緩やかに利上げを行っていく局面とみられるため、勿論、足元は金融緩和やマイナス金利を検討する状態にはない。将来、景気が後退した際の政策手段としての関心の高まりである。

今月のイエレンFRB議長による議会証言では、マイナス金利について議員から複数の質問が出た。そのなかで議長は、FRBも2010年にマイナス金利を検討したものの、短期金融市場への悪影響等を考慮して見送ったことを明らかにした<sup>3</sup>。過去2年の欧州におけるマイナス金利導入は驚きで、景気後退時の政策手段として再検討の余地がある、と述べている。

### マイナス金利を加えても、将来的な政策オプションが限られている状況に大きな変化は無し

仮に、近い将来に景気が後退すれば、従来の金融政策手段での対応余地が限られているため、米国でもマイナス金利導入の可能性はありそうだ。FRBの保有資産は金融危機前の5倍に膨らんだままであるため、これまで大きな役割を果たしてきた資産買入策も大幅な拡大は難しい(第4図)。

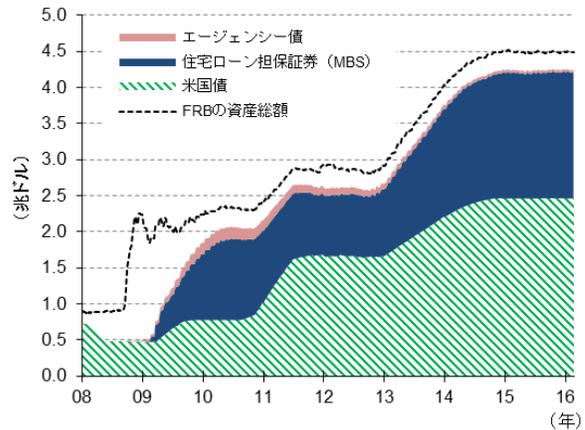
<sup>3</sup> FRBは2010年11月に資産買入策第二弾(QE2)を導入。

但し、「米国の短期金融市場構造」や「景気後退時に必要な利下げ幅」等を考慮すると、マイナス金利が中心的な金融政策手段になるとの見方は少ないようだ。バーナンキ前 FRB 議長は、政策手段にはなり得るものの、現金を貯蔵できる限りマイナス幅には限界があるほか、米国の金融市場では（マイナス金利政策から直接影響を受けない市場参加者が存在するため）欧州に比べて機能し難いだろうと指摘。また、サマーズ元財務長官は、景気後退に対応するためには 3%以上の利下げ幅が必要だとし、マイナス金利だけでは対応できないと述べている。

マイナス金利を加えても（景気の下振れに対処する）政策オプションが限られている状況に大きな変化はなく、FRB の金融政策は引き続き、景気の下方リスクに配慮した慎重な運営を余儀無くされるだろう。

(栗原 浩史)

第4図:FRB資産額(バランスシート)の推移



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

当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、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.